

**МІНІСТЕРСТВО ОСВІТИ І НАУКИ УКРАЇНИ**  
**ХАРКІВСЬКА НАЦІОНАЛЬНА АКАДЕМІЯ МІСЬКОГО**  
**ГОСПОДАРСТВА**

**Т. В. Момот, М. В. Кадничанський,**  
**О. А. Лобанов, Н. В. Рудь**

**ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНИЙ ОРГАНІЗАЦІЙНО-  
ЕКОНОМІЧНИЙ МЕХАНІЗМ  
КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ ХОЛДИНГОВИМИ  
КОМПАНІЯМИ: СТРАТЕГІЯ ОТРИМАННЯ  
КОМБІНАТОРНИХ ПЕРЕВАГ**

**Монографія**

**Харків**  
**Фактор**  
**2010**

ББК 65.29(4Укр)  
М76

*Затверджено на засіданні вченої ради Харківської національної академії міського господарства (протокол № 8 від 29 травня 2009 р.)*

**Рецензенти:** Дубіщев В. П. – д-р екон. наук, професор, завідувач кафедри економічної теорії та міжнародної економіки Полтавського національного технічного університету імені Юрія Кондратюка;

Волинський Г. С. – д-р екон. наук, професор, завідувач кафедри фінансів і економічної теорії Східноукраїнської філії Міжнародного Соломонового університету;

Кендюхов О.В. - д-р екон. наук, професор, завідувач кафедри економіки і маркетингу Донецького національного технічного університету

М76 **Момот Т. В. та ін.** Вартісно-орієнтований організаційно-економічний механізм корпоративного управління холдинговими компаніями: стратегія отримання комбінаторних переваг: монографія // Т. В. Момот, М. В. Кадничанський, О. А. Лобанов, Н. В. Рудь. – Х.: Фактор, 2010. – 220 с.  
ISBN 978-966-180-070-9

Розроблено вартісно-орієнтований організаційно-економічний механізм корпоративного управління холдинговими компаніями за збалансованою системою показників з урахуванням переваг формування інтегрованих холдингових структур, схем поєднання дольової участі корпоративних підприємств, організаційні структури холдингових компаній і корпоративних підприємств, стратегії сумісної діяльності учасників холдингових компаній, механізм внутрішньокорпоративного управління та інструменти стратегічного управління прибутком корпоративних підприємств за рахунок досягнення комбінаторного ефекту від сумісної діяльності.

Рекомендовано для фахівців у галузі економіки, стратегічного та корпоративного управління, викладачів, аспірантів, студентів економічних спеціальностей вищих навчальних закладів.

**ББК 65.29(4Укр)**

ISBN 978-966-180-070-9

© Момот Т. В., Кадничанський М. В.,  
Лобанов О. А., Рудь Н. В., 2010

**ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНИЙ ОРГАНІЗАЦІЙНО-ЕКОНОМІЧНИЙ  
МЕХАНІЗМ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ  
ХОЛДИНГОВИМИ КОМПАНІЯМИ:  
СТРАТЕГІЯ ОТРИМАННЯ КОМБІНАТОРНИХ ПЕРЕВАГ**

**Зміст**

<b>ВСТУП.....</b>	<b>5</b>
<b>СПИСОК СКОРОЧЕНЬ.....</b>	<b>11</b>
 <b>РОЗДІЛ 1. ХОЛДИНГОВА ФОРМА ОРГАНІЗАЦІЇ БІЗНЕСУ: СУТНІСТЬ, ОСОБЛИВОСТІ ТА ІНФОРМАЦІЙНО-ПРАВОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ</b>	
1.1.Історія виникнення та розвиток холдингових компаній.....	12
1.2.Особливості становлення вітчизняних холдингових компаній.....	31
1.3.Правове забезпечення функціонування холдингових компаній....	36
 <b>РОЗДІЛ 2. ОРГАНІЗАЦІЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В ХОЛДИНГОВИХ КОМПАНІЯХ</b>	
2.1.Сутність корпоративного управління.....	57
2.2.Оцінка ефективності корпоративного управління.....	63
2.3.Особливості корпоративного управління в холдингових компаніях.....	71
 <b>РОЗДІЛ 3. ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНЕ МОДЕЛЮВАННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ ХОЛДИНГОВИХ КОМПАНІЙ</b>	
3.1.Стратегічні цілі розвитку холдингових компаній за збалансованою системою показників.....	87
3.2.Ключові показники результативності як цільові параметри функціонування холдингових компаній.....	96
3.3.Бізнес-модель стратегічного управління холдинговими компаніями.....	114

## **РОЗДІЛ 4. ОРГАНІЗАЦІЙНО-ЕКОНОМІЧНИЙ МЕХАНІЗМ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ ХОЛДИНГОВИМИ КОМПАНІЯМИ**

4.1. Роль корпоративного центру в системі корпоративного управління холдингових компаній.....	121
4.2. Механізм корпоративного управління холдинговими компаніями з позицій системного підходу.....	132
4.3. Організаційно-економічний механізм корпоративного управління холдинговими компаніями .....	137

## **РОЗДІЛ 5. УДОСКОНАЛЕННЯ ІНСТРУМЕНТАРІЮ СТРАТЕГІЧНОГО УПРАВЛІННЯ ПРИБУТКОМ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ**

5.1. Концептуальні основи стратегічного управління прибутком корпоративного підприємства.....	145
5.2. Логіко-графічне моделювання стратегії управління прибутковістю корпоративних підприємств.....	159
5.3. Алгоритм формування динамічної моделі стратегічного управління прибутком корпоративних підприємств.....	171
5.4. Параметричне моделювання динамічної матричної моделі стратегічного управління прибутком корпоративного підприємства.....	178
5.5. Розробка практичних рекомендацій щодо обґрунтування стратегічних управлінських рішень з управління прибутком корпоративних підприємств.....	186
5.6. Удосконалення системи корпоративного управління для забезпечення стратегічного керівництва прибутком корпоративного підприємства як складової еталонних стратегій.....	199

<b>ВИСНОВКИ.....</b>	<b>206</b>
----------------------	------------

<b>СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ.....</b>	<b>211</b>
--	------------

## ВСТУП

В умовах системної перебудови економіки України у напрямі її адаптації до світових стандартів корпоративного управління, об'єктивно необхідним є створення прозорих механізмів корпоративної взаємодії, які б стимулювали збільшення результативності корпоративної форми організації підприємницької діяльності для забезпечення максимізації добробуту власників та гармонізації корпоративних відносин.

Світовий досвід формування корпоративних відносин та розвитку інтегрованих корпоративних структур свідчить, що холдингова форма залучення капіталу та організації бізнесу є сьогодні найбільш перспективною, оскільки дозволяє здійснювати концентрацію капіталу шляхом управління корпоративними правами, і тому розглядається як альтернатива процесам злиття та поглинання.

Разом з тим функціонування холдингової структури характеризується суперечностями, обумовленими конфліктами між інтересами холдингової компанії та її корпоративних підприємств. Холдингова організація бізнесу передбачає володіння, користування та розпорядження холдинговими корпоративними пакетами акцій, які забезпечують право вирішального впливу на господарську діяльність корпоративних підприємств, має базуватися на поєднанні централізованого фінансового контролю за діяльністю корпоративних підприємств та забезпечення їх господарської незалежності. Необхідність вирішення завдань узгодження та координації інтересів корпоративних підприємств, створення прозорої системи їх конкуренції за ресурси центру, пошук компромісних рішень щодо отримання комбінаторних переваг потребують формування організаційно-економічного механізму корпоративного управління холдинговими компаніями.

У сучасних умовах трансформації економічних систем довгостроковим загальним завданням системи корпоративного управління холдингової компанії є забезпечення максимізації добробуту акціонерів шляхом управління портфелем корпоративних підприємств, що конкурують один з одним за

ресурси корпоративного центру. По своїй суті ця проблема зводиться до створення умов оптимальної корпоративної поведінки власників і менеджерів, прозорості самої системи стратегічного управління холдинговою компанією з визначенням дерева цілей, ключових показників оцінки результативності корпоративних підприємств, системи їх моніторингу.

Першочерговими стають проблеми оцінки якості корпоративного управління, що поєднує різнобічні властивості складної системи корпоративного управління і застосовується для оцінки, діагностики і моніторингу якості корпоративного управління при прогнозуванні інвестиційного ризику.

Виникає цілий ланцюг причинно-наслідкових зв'язків: якість корпоративного управління – якість функціонування об'єкта управління – якість продукту, створеного об'єктом управління – отримання прибутку від здійснення підприємницької діяльності – максимізація добробуту власників – гармонізація корпоративних відносин.

Прибуток є найважливішим внутрішнім джерелом формування фінансових ресурсів корпоративних підприємств та економічного розвитку держави загалом; основним критерієм ефективності господарської діяльності та якості корпоративного управління, головною метою підприємницької діяльності. Прибуток — це особливий вид ресурсів акціонерного товариства, що систематично відтворюється, в якому відображаються взаємозв'язки та реалізуються економічні інтереси всіх суб'єктів корпоративних відносин: акціонерів, працівників, клієнтів, контрагентів по бізнесу, представників громадськості, державних органів та місцевої влади.

Проблеми забезпечення довгострокової прибутковості акціонерного товариства набуває чітко вираженого стратегічного змісту, обумовленого складним багатокритеріальним характером прийняття управлінських рішень у цій сфері, високим рівнем невизначеності умов управлінської діяльності, різноманітним мотиваційним настановам осіб, які приймають рішення, тощо. У стратегічному управлінні забезпечення довгострокової прибутковості

найчастіше розглядається як проміжна ціль, що має сприяти вирішенню більш важливих стратегічних проблем, таких, як досягнення стійких конкурентних переваг, розширення ринкової частки, забезпечення динамічності економічної діяльності, задоволення певних суспільних потреб, створення позитивного іміджу тощо. Поширеність такого підходу обумовлює недостатність існуючого наукового забезпечення стратегічного управління прибутком, відсутність цілісного методичного обґрунтування управлінських рішень у цій сфері. Проте розв'язання зазначених проблем розвитку акціонерного товариства майже повністю залежить від потенціалу генерації додаткової вартості, необхідної для задоволення інтересів власників і відтворення цих ресурсів. Крім того, саме прибуток є основним джерелом досягнення комплексу стратегічних цілей та дотримання інтересів суб'єктів корпоративного управління. Тому стратегічне управління прибутком слід вважати важливою складовою стратегічного управління розвитком. Його ефективність є запорукою забезпечення сталого економічного зростання акціонерного товариства.

Отже, нагальним завданням є дослідження організаційно-економічних засад управління портфелем корпоративних підприємств холдингової компанії, потреба у з'ясуванні сутності, можливостей та механізмів прибуткового управління акціонерним капіталом.

Необхідність додаткового вивчення зазначених питань та вдосконалення організаційно-методичного забезпечення функціонування холдингових корпоративних структур, поглиблення наукового обґрунтування та удосконалення інформаційно-аналітичного забезпечення процесу інтеграції корпоративних підприємств будівельної галузі в холдинги з отриманням комбінаторних переваг обумовили актуальність та визначили мету і завдання цього дослідження.

**Метою** написання монографії є спроба авторів подати комплексний вартісно-орієнтований організаційно-економічний механізм корпоративного управління холдинговими компаніями з урахуванням сучасного інструментарію стратегічного управління та оцінювання результативності інтеграційних

процесів, цивілізованих стандартів корпоративного управління. Особливу увагу приділено стратегічному управлінню прибутковістю діяльності корпоративних підприємств.

Для досягнення поставленої мети монографія структурована на такі розділи:

У першому розділі **«Холдингова форма організації бізнесу: сутність, особливості та інформаційно-правове забезпечення функціонування»** проведено дослідження еволюції становлення холдингової форми організації бізнесу з визначенням її недоліків і переваг порівняно з іншими інтегрованими структурами, систематизовано особливості формування вітчизняних холдингових структур, проаналізовано інформаційно-правове забезпечення їх функціонування.

У другому розділі **«Організація корпоративного управління в холдингових компаніях»** розглянуто сутність та принципи корпоративного управління, систематизовано підходи та запропоновано авторську методику щодо оцінки якості корпоративного управління, визначено особливості корпоративного управління в холдингових компаніях.

У третьому розділі **«Вартісно-орієнтоване моделювання функціонування холдингових компаній»** сформовано систему керування результативністю компанії за збалансованою системою показників, визначено цільові параметри функціонування холдингових компаній, побудовано профілі корпоративних підприємств за розрахованими KPI, здійснено позиціонування корпоративних підприємств залежно від їх фінансового стану, за сформованою системою параметрів визначено потенціал зростання корпоративного підприємства за відповідними складовими BSC.

У четвертому розділі **«Організаційно-економічний механізм корпоративного управління холдинговими компаніями»** визначено шляхи побудови механізму корпоративного управління холдинговими компаніями, обґрунтовано позиціонування корпоративного центру як центру аутсорсингу фінансового менеджменту корпоративних підприємств, систематизовано



ключові типи моделей холдингових компаній з визначенням ролі корпоративного центру, сформовано організаційно-економічний механізм корпоративного управління холдинговими компаніями.

У п'ятому розділі **«Удосконалення інструментарію стратегічного управління прибутком корпоративних підприємств»** сформовано інструментарій обґрунтування та прийняття стратегічних управлінських рішень у сфері забезпечення довгострокової прибутковості корпоративних підприємств шляхом інтеграції в єдину систему комплексу базових еталонних стратегій забезпечення довгострокової прибутковості акціонерних товариств на основі використання морфологічного методу складання матриці стратегій та динамічної матричної моделі оцінки результативності функціонування акціонерного товариства з визначенням конкурентної позиції на певній стадії життєвого циклу для здійснення матричного позиціонування акціонерного товариства за модифікованою матрицею прибутковості з метою визначення стратегічного розриву і формування стратегічних ініціатив. Застосування запропонованого інструментарію надасть можливість корпоративним підприємствам досягти прибутковості функціонування і відповідно збільшити конкурентні переваги відносно інших підприємств у портфелі холдингової компанії.

Ця монографія є результатом досліджень, здійснених авторами особисто і у співпраці з багатьма колегами протягом тривалого періоду часу. Особливо автори виражають вдячність:

— ректору, д-ру техн. наук, професору Л.М. Шутенку та адміністрації Харківської національної академії міського господарства за сприяння у проведенні наукових досліджень;

— директору Державного науково-дослідного та проектно-вишукувального інституту «НДІ Проект-реконструкція» (м. Київ), д-ру екон. наук, професору Г.І. Онищуку;

— канд. екон. наук, викладачу кафедри економіки будівництва Харківської національної академії міського господарства І.Г. Чалому за

допомогу у висвітленні проблем інформаційного забезпечення функціонування інтегрованих холдингових структур у будівництві;

— керівництву Акціонерного товариства «Холдингова компанія «Київміськбуд» та особисто першому віце-президенту Д. Й. Гуленку та віце-президенту, академіку, головному інженеру О. А. Галицькому.

## СПИСОК СКОРОЧЕНЬ

АТ — акціонерне товариство

ДКЦПФР – державна комісія з цінних паперів та фондового ринку

ІКС — інтегровані корпоративні структури

КФУ — ключові фактори успіху

ТНК — транснаціональна корпорація

ФПГ — фінансово-промислові групи

ХК — холдингова компанія

BSC (Balanced Scorecard) — збалансована система показників

EVA (Economic Value Added) – економічно додана вартість

FCF (Free Cash Flow) – вільний грошовий потік

KPI (Key Performance Indicators) — ключові фактори результативності

TQM (Total Quality Management) - комплексне управління якістю

# **РОЗДІЛ 1**

## **ХОЛДИНГОВА ФОРМА ОРГАНІЗАЦІЇ БІЗНЕСУ: СУТНІСТЬ, ОСОБЛИВОСТІ ТА ІНФОРМАЦІЙНО-ПРАВОВЕ ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ**

### **1.1. Історія виникнення та розвиток холдингових компаній**

В умовах економічної кризи у підприємств усіх галузей, а особливо будівельної, з'являється додатковий стимул до об'єднання капіталу і це пояснюється тим, що об'єднання підприємств характеризується великою фінансовою стійкістю та результативністю порівняно з окремими підприємствами.

Сучасний стан розвитку економіки зумовлює підприємства об'єднуватися в групи, створювати інтегровані корпоративні структури задля отримання додаткових конкурентних переваг, реалізації масштабних проектів, подолання проблем, які викликані світовою кризою тощо. Історія появи таких суб'єктів господарювання почалася із виникненням капіталізму. Такі об'єднання виникали у результаті примусових поглинань, створення «систем участі», а також договірних утворень. Збільшення обсягів промислового виробництва і концентрація фінансових та інших ресурсів призвело до появи зосередження виробництва в усіх великих підприємствах з однієї з найбільш характерних особливостей капіталізму — вільна конкуренція породжує концентрацію виробництва, а вона на подальшому етапі свого розвитку веде до монополії. Монополістичні союзи капіталістів, картелі, синдикати, трести, ділять між собою насамперед внутрішній ринок та виробництво у країні. У руках картелів і трестів часто зосереджується більше половини усього виробництва такої галузі

промисловості. Ще на початку XIX століття В. І. Ленін писав щодо цього: «система участий» не только служит гигантскому увеличению власти монополистов, она, кроме того, позволяет безнаказанно обделывать какие угодно темные и грязные дела и обирать публику, ибо руководители «общества-матери» формально, по закону, не отвечают за «общество-дочь», которое считается «самостоятельным» и через которое можно все «провести» [1].

Також, доцільно навести вислів Л. Ешвеге, який цитує В.І. Ленін у своїй роботі «Империализм, как высшая стадия капитализма». У книзі «Дочерние общества» и «Банк», що видана у 1914 р., німецький письменник, який займався дослідженнями операцій із землею та цінними паперами, писав: «Самое простое и поэтому всего чаще употребляемое средство делать балансы непроницаемыми состоит в том, чтобы разделить единое предприятие на несколько частей посредством учреждения «обществ-дочерей» или посредством присоединения таковых. Выгоды этой системы с точки зрения различных целей — законных и незаконных — до того очевидны, что в настоящее время прямо-таки исключением являются крупные общества, которые бы не приняли этой системы».

Об'єднання підприємств відбувалися не тільки шляхом прямого поглинання дрібних, але і приєднання до себе, підпорядкування, включення в свою групу, у свій концерн за допомогою участі у їхньому капіталі, купівлі й обміну акцій, системи боргових відносин і т.п., що і спричинило появу холдингових компаній.

Термін "холдинг" походить від англійського дієслова "to hold" - тримати, мати.

У літературі представлено низку досліджень історії холдингових компаній, у яких можна виділити такі основні позиції.

Група авторів [2-4] вважає, що місцем народження холдингових компаній є Сполучені Штати часів економічної концентрації 1870-1890 рр.

Як доказ наводиться заснування «Pennsylvania Railroad Company» в 1870 році та створення доміцільного права для холдингових компаній у Нью-Джерсі в 1889 році.

Холдингові компанії з'явилися в США наприкінці ХІ століття як особливий тип фінансової компанії, що створювалася для володіння контрольними пакетами акцій інших компаній з метою контролю та керування їх діяльності. Правова основа створення холдингових компаній була створена в 1889 році, коли в штаті Нью-Джерсі, одному з найбільш вільних для підприємництва, з метою розширення корпоративної системи було дозволено створення холдингових компаній у вищевказаному сенсі цього терміна.

Розвиток економіки США в період створення холдингових компаній характеризується зростанням кон'юнктури (1850-1873 рр.). Упродовж 1873-1895 рр. економічне зростання дещо уповільнюється, але до початку 60-х років ХХ століття Сполучені Штати спромоглися зайняти чільне місце серед індустріальних держав.

Утворення холдингових компаній, на які не поширювалося антимонопольне законодавство, що діяло в той час, супроводжувалося й форсувалося наданням «доміцільних прав» в окремих федеративних державах.

Інша група авторів [5, 6] називає «батьківщиною холдингу» континентальну Європу або Великобританію. Так, Naerdy дотримується думки, що «країною, де народилася холдинг-компанія є не Америка, як це багато хто вважають, а Англія». Як показує подальший аналіз гіпотезам щодо країни походження й часу створення холдингових компаній приділяється значна увага.

Заснування перших холдингів в Європі відбулося у 1822-1890 рр. У 1822 році була заснована компанія «Societe Generale des Pays-Bas pour favoriser l'industrie nationale» («Societe Generale de Belgique»), в 1886 році в

Лондоні була створена «The Nobel Dynamit Trust Company», а в 1879 і 1890 рр. у Швейцарії були засновані холдингові компанії «Банк східних залізниць» і «Швейцарський залізничний банк».

В історичному розвитку найстарішою з холдингових компаній називають бельгійсько-нідерландське товариство «Societe Generale», яке засноване в 1822 р. в Брюсселі. Перші частки участі «Societe Generale» перебували у підприємствах транспортного сектору, металургійної та гірничодобувної промисловості, сфери будівництва й інженерної справи. При цьому політика придбання переважно невеликих часток участі з метою розсіювання ризику збереглася і до сьогодні.

У Швейцарії наприкінці 70-х років XIX століття, як і в Німеччині, була створена низка аналогічних товариств, а саме «Швейцарський залізничний банк» (1890 р.) у Базелі, який приймав облігації залізничної компанії випускаючи власні облігації; «Швейцарське товариство електричної промисловості (Indelec)», яке було засновано в 1896 р. «Базельським комерційним банком» як інститут фінансування та тісно співпрацювало із фірмою «Siemens & Halske» у Берліні; в 1886 році в Лондоні була створена «The Nobel Dynamit Trust Company».

У цей період також виникли товариство «Банк східних залізниць» (1879 р.), мета якого полягала не у фінансуванні підприємств усередині країни, а в участі на паях щодо економічного розвитку країн, які перебувають за межами Європи.

Таким чином, можна стверджувати, що метою участі на паях європейських холдингових компаній було переважно фінансування окремих підприємств (бізнес-одиниць), тоді як керування бізнес-одиницями було пріоритетним напрямком холдингових компаній США.

Порівняння особливостей появи і розвитку холдингових компаній у США і Європі дає змогу дійти висновків:

— походження холдингових компаній у Європі орієнтовано винятково на інвестування капіталу і співпадає з початковою фазою європейських процесів індустріалізації;

— холдингові компанії, орієнтовані на управління і панування над дочірніми товариствами за допомогою участі на паях, відображають розвиток економічної практики США XIX століття та припадають на кінцеву фазу індустріального росту в Сполучених Штатах.

— в Європі тенденція до концентрації була значно слабкіше, ніж в економіці США;

— в Європі механізм залучення фінансових ресурсів суттєво відрізнявся від механізму, який діяв в Сполучених Штатах.

Підприємства США обирали корпоративну форму фінансування, що дозволяла залучати значні фінансові ресурси для розширення і подальшого розвитку, фінансування промисловості в Європі здійснювалось головним чином за рахунок прибутку, а також шляхом особистої позики або пайової участі, що супроводжувалося обмеженням форм залучення позикового капіталу. До початку фази індустріалізації в Німеччині рефінансування через банківські кредити обмежувалося вексельним кредитуванням, оскільки банківська система в цілому орієнтувалася на кредитування держави. Але у 1948 р. почали створюватися приватні банки з правом випуску банкнот для фінансування розвитку приватного сектора. Насамперед, це були великі залізничні і енергетичні компанії, які функціонували у формі холдингових компаній.

Отже, особливістю структури німецької економіки є переважна роль банків та їх зв'язків з нефінансовим сектором (промисловість, торгівля, послуги, транспорт). Це зумовлене відмінностями у законодавстві, у відповідності з яким приватні особи не могли самостійно здійснювати капіталовкладення в розвиток промисловості, і, відповідно, вони повинні звертатися до посередників. Крім того, характерною ознакою економіки



Німеччини є переважна позиція серед виробників технологій, особливо в галузях машинобудування, хімія, електротехніка, автобудування.

Розвиток європейської економіки також супроводжувався створенням емісійних банків. Так, в 1852 році у Франції було створено товариство «Societe Generale de Credit mobilier» як різновид інвестиційної компанії, яка повинна була тримати частки участі і здійснювати рефінансування винятково шляхом випуску облігацій, а пізніше — здійснювало облік операцій кредитного інституту.

Бурхливе формування холдингових компаній було викликано також стратегією приєднань, поглинань незалежних компаній, купівлі фінансовими компаніями контрольних пакетів акцій промислово-транспортних корпорацій. Нова форма об'єднання корпоративних компаній (акціонерних товариств) виявилася дуже життєздатною і стала зростати швидкими темпами. Щодо економіки США, то до 1928 року з 513 найбільших американських корпорацій, акції яких котирувалися на Нью-Йоркській фондовій біржі, 487 мали холдингову організацію бізнесу, причому 92 компанії були чистими холдингами, а 395 — змішаними холдингами.

Зараз практично всі найбільші компанії США і Західної Європи мають холдингову структуру. В Англії і США, що належать до англосаксонської системи права, такі об'єднання називаються холдингами. У континентальному законодавстві Німеччини вони одержали найменування пов'язаних підприємств, до числа яких відносять і концерни. При цьому головною компанією виступає банк, з яким пов'язана група торгово-промислових компаній - велика кількість крупних та середніх фірм. До того ж особливістю німецьких інтеграційних структур є взаємна участь в капіталах компаній цієї структури (перехресне володіння власністю). Холдингові компанії в Німеччині мають довгу історію, але початок цього етапу від їх утворення і широкого розповсюдження припадає на 50-ті роки

XX ст. Загальна кількість великих німецьких інтегрованих структур (ФПГ) на сьогоднішній день складає менше 10; основними є 305 підприємств, які здійснюють діяльність у всіх галузях народного господарства [5].

Холдингові компанії переважно виступають у формі акціонерних компаній та товариств з обмеженою відповідальністю. У Німеччині практикується створення галузевих холдингів із закордонними фірмами-учасниками. Такі холдингові компанії намагаються розташовуватися в офшорних зонах, якими є Люксембург, Нідерланди та Швейцарія.

На практиці більше половини найбільших концернів, які функціонують в оброблювальній промисловості Німеччини, охоплюються трьома потужними фінансовими групами «Дойче Банк», «Дрозднер Банк», «Коммерц Банк», а також регіональними групами «Байрише хіпотекен унд вексель банк» та «Байрише ферайнсебанк». Ці банки володіють і контролюють діяльність у середньому 150 компаній, включаючи кредитно-фінансові, інвестиційні, страхові, торгові, промислові та транспортні підприємства та підприємства сфери послуг.

Незважаючи на те, що різні групи є конкурентами, між ними виникають різноманітні економічні і виробничі зв'язки, відбувається змішання капіталів.

Особливими структурами в економіці Німеччини, які сприяють її стрімкому зростанню та лідерству в інноваційній діяльності є кластерні угруповання, які в своїй діяльності поєднують технологічну, національну та регіональну структуру держави. Так, до семи найкращих кластерів Європи у сфері high-tech, які отримали право називатися «Silicon Valleys XXI century», увійшли Мюнхен, Гамбург, Дрезден. Найвищу позицію отримав Мюнхен завдяки Технічному університету Баварії. Іншим центром розвитку нововведень став Гамбург завдяки компанії Intershop, яка спеціалізується на розробці програмного забезпечення для електронної торгівлі. Третім за

величиною є кластер, який утворюють Технічний університет Дрездена, Технологічний центр Siemens, що займається виробництвом чипів для камер. Інтенсивний розвиток цього угруповання призвів до створення гіганта хай-тек технології AMD свого підприємства у Східній Європі [5, 7].

Великобританія є і залишається країною-лідером Європи за кількістю утворень інтеграційних об'єднань. В останні десятиріччя вона оспорує право першості у США в цих процесах [8]. Британські холдингові компанії відіграють важливу роль у світовій економіці. Серед нафтових компаній виділимо англо-голандську нафтову компанію «Роялдатч Петролеум Ко Лтд» у Великобританії (друга за розмірами в світі серед нафтових компаній після «Ескон» (США)) та «Шелл Петролеум Н.В.» у Нідерландах, які беруть участь у капіталі більш ніж 500 компаній.

Холдингова компанія «Юнівелер ПЛК» є власником найкрупнішого у світі концерну «Юнілевер» в галузі харчової промисловості. За складністю організаційної структури концерн «Юнілевер» нагадує компанію «Роял датч Шелл». Концерн «Юнілевер» контролює більше 40% маргарину у західному світі; 20 % миючих засобів; займає 2-ге місце у світі з виробництва комбікормів, третє та четверте місця з обсягів торгівлі фруктами, овочами, рибою. Діяльність «Юнілевер» в основному обмежується територією Великобританії.

До 1929 р. у Великобританії проблема існування інтеграційних об'єднань узагалі не була актуальною, але після того, як у Законі про компанії (1929 р.) з'явилося правове поняття: «холдингова компанія — дочірня фірма», посилився інтерес до юридичного статусу холдингів, як одного з виду об'єднань. Згодом корпоративне законодавство Великобританії кілька разів змінювалося і доповнювалося у 1980 р., 1981 та 1985 р. Більшість холдингових компаній Великобританії є багатогалузевими диференційованими концернами, де контроль здійснюється через контрольні пакети акцій [3, 9].

Інтеграційні процеси в цій країні широко поширюються на іноземні компанії. Серед причин високої активності британських компаній у сфері транснаціональних об'єднань є необхідність посилення конкурентоспроможності компаній на міжнародному ринку. На структуру і масштаби транснаціональних операцій інтеграції впливають процеси реструктуризації окремих галузей економіки Великобританії. Коли процеси внутрішньої консолідації завершуються, компанії починають виходити на зовнішні ринки. Отже, вихідною точкою поширення економічного впливу Великобританії є реструктуризація вітчизняних підприємств та їх національна інтеграція. А розвиток кластерних ініціатив у Великобританії, який описаний на початку XX ст. А.Маршаллом, за останні роки стимулюється як національним, так і регіональними агентствами розвитку. Уже близько 10 років такі регіони, як Шотландія, Уельс, Північна Ірландія та Північний Схід Англії демонструють успішно регіональний економічний розвиток у виробництві автомобілів, електроніки, хімікатів, а також одягу та текстилю. Значною мірою успіх був досягнутий внаслідок залучення іноземних інвестицій та особливого стимулювання розвитку зв'язків між місцевими постачальниками та іноземними інвесторами.

Реорганізація промислової політики і особливо поява кластерних стратегій на регіональному рівні у Великобританії проходили протягом значного періоду часу. Якщо у 80-ті роки центральний уряд ліквідував галузеві групи в Департаменті торгівлі та промисловості і перевів програми розвитку з галузей до загальних технологій, то в середині 90-х уряд Т.Блера переглянув підходи до промислової політики, сформував прогнозну технологічну програму, в основу якої закладався змішаний секторально-кластерний підхід. Сьогодні Великобританію представляють такі потужні об'єднання — кластер у Кембриджі, Уельсі, Шотландії, Лондонський кластер [8].

Розгляд історії виникнення та особливостей функціонування

холдингових компаній на Сході почнемо з японського досвіду. Так, у Японії до 1940 р. до складу холдингових компаній (хонся) входили банківські та промислові фірми у формі великих конгломератів, які називають дзейбацу. Мітсубісі, Міцуї, Сумітомо, Ясуда та інші дзайбацу були тісно пов'язані між собою, добре контрольованими організаціями, які діяли самостійно, не для власної вигоди, а колективно заради вигоди всієї холдингової компанії (хонся). Остання здійснювала централізоване управління за допомогою власних холдингових компаній сімейства дзайбацу. Керівники хонся могли назначити головних менеджерів компаній, що входили у їх групу. Управлінські зв'язки були підсилені взаємним переплетінням директоратів дзейбацу. Великі торгові компанії, які володіли правом купувати та продавати ключові дочірні підприємства, були іншим інструментом, який пов'язував діяльність конгломератів. Об'єднаний банк відігравав ключову роль в управлінському апараті та разом з іншими інтегрованими фінансовими інститутами сприяв діяльності дзейбацу.

Ліквідація дзейбацу у 1947-1949 рр. відтіснила головні клани країни, яким належав капітал холдингових компаній, але не змогла знищити японський фінансовий капітал, який у трансформованому вигляді зумів вижити і значно зрости. Новою формою дзейбацу стали кейрецу. На відміну від дзейбацу, де переважав жорсткий централізований контроль, який ґрунтувався на пріоритетній частці головної компанії в акціонерному капіталі дочірніх фірм, сучасні внутрішньогрупові відносини в кейрецу характеризуються:

- взаємним володінням акціями;
- системою регулярних засідань керівництва;
- переважно фінансування компаній здійснюється в середині групи для реалізації крупних та перспективних проектів;
- взаємними поставками та товарообміном;
- технічною співпрацею; значними особистими зв'язками;

- наявністю власної системи фінансових інститутів;
- організаторськими функціями власної універсальної торгової фірми;
- створенням універсального багатогалузевого концерну з великою питомою часткою важкої та хімічної промисловості.

Сьогодні з 100 найбільших виробничих фірм більше 70 є членами тієї чи іншої групи, крім того 6 — основні промислово-фінансові групи: 3 на основі довоєнних дзейбацу (Міцубісі, Міцуї, Сумітомо), а 3 на основі післявоєнних кейрецу (Дайіті-Кангін, Фуйо, Санва), які відіграють значну роль в економіці Японії. 25% усіх акцій, які перебувають в обігу на Токійській фондовій біржі, належать цим 6 ФПГ.

У сучасній Японії виключно холдингова діяльність вважається порушенням антимонопольного законодавства. Заборона на виключну холдингову діяльність була введена в період американської окупації Японії, коли були ліквідовані дзейбацу, а холдингові компанії були оголошені поза законом. Однак згодом ця антимонопольна політика стала полегшуватися і до 1952 р. були зроблені значні кроки з реставрації довоєнних фінансових інститутів. Тоді і з'явилися кейрецу, як якісно новий рівень дзейбацу. Однак ці дві системи залишилися незмінними, а японські компанії успішними за рахунок тісних та надійних взаємовідносин між собою та з фінансовими інститутами, які входять у конгломерат. Підсумовуючи, зазначимо, що для Японії в цілому характерною є так звана «внутрішня диверсифікація» виробництва, яка здійснюється за рахунок накопичення капіталу, оскільки поглинання і злиття втримує інститут «постійних акціонерів». Існування останніх в корпораціях є особливістю японських фінансово-промислових груп — минулих дзейбацу, теперішніх кейрецу.

Інший тип японських груп — сюдани — є самодостатніми, універсальними, багатогалузевими, економічними комплексами, які включають у свою структуру фінансові організації (банки, страхові та

трастові компанії), торгові фірми, а також набір виробничих підприємств, що представляють повний спектр галузей народного господарства. Майже 90 % експортно-імпортних операцій припадає на торгові фірми сюданів. Комерційні та трастові банки груп контролюють близько 40% загального капіталу всієї банківської системи країни, а страхові компанії — 55% усього страхового капіталу [3, 10].

Верхній рівень сюданов утворюють горизонтальні об'єднання, які складаються в середньому з 21 (група «Суміто-мо») — 50 (група «Даїчі-Кангі») рівноправних членів залежно від кількості основних галузей діяльності, що являють собою головні фірми великих промислових об'єднань.

Сьогодні переосмислення принципів питань оптимальної організації господарського обігу компанії та держави засновано на досвіді японських груп.

Прикладом особливого розвитку інтеграційних процесів в Японії є розвиток кластерного об'єднання на Хоккайдо, в результаті чого сформувалася нова регіональна система економічного розвитку регіону. Ця трьохрівнева структура включилася в проведення сумісних досліджень, створення цільових груп, оживлення наукових парків та технополісів. Слід зазначити, що розвиток кластеру на Хоккайдо — це широкомасштабний експеримент, який є істотним з точки зору автономного розвитку інтеграційних структур та їх економіки.

Повертаючись до європейських країн, зазначимо, що протягом другої половини XX століття економіка Італії постійно перебуває в стані структурних перетворень. За останні два десятиліття ці процеси проходили особливо інтенсивно - на економіку здійснювали вплив дві різнопланові тенденції. У рамках регіоналізації Італія все глибше приєднувалася до європейських економічних структур, що вимагало від неї зближення її економічних структур і способів господарського управління зі структурами



і методами, які притаманні країнам — членам ЄС. У той же час процес глобалізації ставив перед Італією задачу адаптації її економіки до вимог «ринку ХХІ століття», які більш прив'язані до американської стратегії росту. Європейська та англо-американські стратегії росту відрізняються суттєво одна від іншої. В Італії дуже могутні позиції займають такі корпоративні структури, як державні холдингові компанії, серед яких Інститут промислової реконструкції, Національне товариство вуглецевих матеріалів, Управління акціонерної участі і фінансування оброблювальної промисловості.

Протягом останніх років разом із потужним державним корпоративним комплексом відіграє значну роль і дрібне коопероване підприємництво щодо просування італійських товарів на світові ринки. Більше того, економіка багатьох районів Італії побудована як кооперована мережа «індустріальних округів», що певно створює в них особливий уклад суспільного життя. Саме цим «індустріальним округам» А.Баньяско дав назву «Третьої Італії», тобто регіон, який наділений особливим структуруванням малого виробничого бізнесу [4, 5]. Функції «індустріальних округів» подібні до діяльності класичних корпоративних систем і можуть бути їй рівнозначні в розгляді різних сфер об'єднань підприємств — великих підприємств чи малих, залежно від чого виникає специфіка інтеграції однак принципи залишаються незмінними.

Також однією з найбільш привабливих країн щодо функціонування інтегрованих об'єднань, особливо холдингових компаній, є Нідерланди, оскільки голландський уряд посприяв усуненню подвійного оподаткування шляхом укладання низки договорів королівства Нідерланди з іншими державами. Так, наприклад, уряд Нідерландів повністю звільняє від податку дивіденди, які поступають до Данії, Італії, Швеції, Норвегії. Великі голландські холдинги входять до складу транснаціональних корпорацій. Так, наприклад, англо-голландську нафтову монополію «Ройал датч Шелл»



від Голландії очолює «Ройал датч Петролеум». У свою чергу, в руках голландських і англійських холдингових компаній, які перебувають на вершині піраміди, є акції ще двох корпорацій (Нідерланди представлені холдингом «Шелл Петролеум Н.В.»). Чим ближче до основи піраміди, тим більше компаній, які входять до структури транснаціональної компанії; загальна чисельність усіх компаній ТНК «Ройал датч Шелл» перевищує 500.

Ще одна європейська країна — Фінляндія — демонструє приклад раціонального використання свого географічного місцезоположення з метою розвитку загальнонаціональної економіки та депресивних регіонів. Традиційне масове виробництво в цій державі ніколи не мало такої значущості в інших промислово розвинутих країнах. На початку 90-х країна потребувала нових ідей, оскільки макроекономічні методи регулювання не гармонують з глибокими структурними змінами в економіці країни. Кластерний підхід до Фінляндії виник у результаті розробки проекту, орієнтованого на вивчення можливостей національної промисловості з реструктуризації. У результаті проекту була сформована і затверджена Національна промислова стратегія.

Кластерний аналіз і розвиток перших кластерів Фінляндії базувався на досвіді Данії, Нідерландів та Норвегії. До основних галузей, які створили «кластерний каркас», відносяться — лісове господарство, кольорова металургія та енергетика, телекомунікації й екологія. Підґрунтям для розвитку кластерних структур стали класичні корпоративні структури у зв'язку з тим, що майже всі підприємства Фінляндії є акціонерними. В останні роки фінська промислова структура повністю перейшла від підтримки повільно зростаючих базових галузей до таких, що розвиваються на основі нових знань high-tech галузей та кластерів.

Для невеликої за обсягами економіки Фінляндії відносною перепорою є невеликі масштаби операцій, що характеризується спеціалізацією в

певних нішах ринків і формування сітьових структур з компаніями — кластерами, які особливо є необхідними для малих та середніх підприємств.

Аналіз фінського досвіду реанімації економіки показує, що економічна інтеграція укріплює галузі, які користуються порівняльними перевагами, заснованими на таких факторах виробництва, як трудові ресурси, сировинні матеріали й енергоносії. При цьому фактор дислокації виробництва втрачає свою значущість внаслідок зростаючої мобільності самого виробництва. Кластери у Фінляндії забезпечують гармонійну основу для розробки політики, прискорення розвитку і проведення діалогу між різними економічними партнерами, більш чіткого визначення зобов'язань між окремими учасниками при формуванні курсу та забезпечення стійкої та продуктивної конкурентоспроможності.

Що стосується Швеції, то її компанії утворюють стратегічні альянси в основному із зарубіжними компаніями. Приклад одного з таких альянсів між шведським концерном «Вольво» і французьким «Рено». Такі взаємини характерні і для інших машинобудівних компаній Швеції - близько 20% корпоративних підприємств знаходяться за кордоном. До них відносяться «Вольво», «Електролюкс», «АСЕА», «Еріксон», «СААБ-Сканія», «Сандвіч» та інші.

У порівнянні з іншими країнами Франції складніше ніж іншим західноєвропейським державам входити в глобальну світову економіку. Це стало наслідком тривалого державного втручання в економічні процеси. Одним із вагомих досягнень Франції є ефективне функціонування системи технополісів. Технополіси стали центрами економічного і культурного розвитку регіонів ще у 60-ті роки і особливого розмаху досягли у 90-ті роки, з розвитком нових виробничих систем. До числа найбільш відомих технополісів відносять Sophia Antipolis, Montpellier. Ці угруповання в останні роки зросли та диверсифікувалися до такої межі, що вони вже не залежать від перспектив розвитку якоїсь промислової групи чи сектора.

Організаційною формою функціонування фінансового капіталу підприємств цієї країни є фінансові групи, керівництво якими здійснюється через холдингові компанії та перехресне володіння акціями. Такі фінансові групи, як «Паріба», «Сюз» групи Родшильдів та Ампер-Шнайдерів охоплюють практично всю французьку економіку. Більше половини активів усіх фінансових груп розміщені за межами Франції.

У результаті проведеної у 1981-1982 рр. націоналізації до державного сектора Франції увійшли 5 груп з високим ступенем диверсифікації: «Компані генераль д'електрісіте», «Томпсон-Бранд», «Сен-Гобен», «Пашине-Южин-Кюльман», «Рон-Пуленк». Перехід до державного сектора здійснено шляхом обміну акцій на гарантійні зобов'язання Національного промислового фонду («Кесс насьонал д'ендюстрі»). З промислових груп, які перебувають під частковим чи повним контролем іноземного капіталу, у «КП-Ханіуелл-Булл» (виробництво комп'ютерів) 47% капіталу контролювала американська компанія, а 53% — французька держава разом із групою «Сен-Гобен» через холдинг «Компані де машин Бюльль». Після націоналізації у Франції в середині 80-х років нараховувалося 183 підприємства, які належали повністю чи частково державі [4, 11, 12].

Розглядаючи роль ІКС в економіці США, зазначимо, що промисловість цієї країни нараховує близько 100 багатогалузевих корпорацій, які є високо-інтегрованими фінансово-промисловими групами. Відповідно до статистичних даних на їх частку припадає 55-60% ВВП США, зайнято 45% робочої сили, виконується 60% інвестицій. Кожна зі 100 американських компаній нараховує у своєму складі підприємства 25 галузей, 35 фірм працює в 32 галузях промислового виробництва, 10 — у 50. Американська модель управління інтегрованими структурами створювалася з урахуванням ринковоорієнтованої фінансової системи на основі високого рівня розвитку ринку капіталу, широкого вибору різних фінансових інструментів. Крім того, на процес створення угруповань

значно вплинуло антимонопольне законодавство США, яке заперечує поєднання банківського і промислового капіталу [13, 14].

Сьогодні в США отримали розповсюдження два основних типи корпорацій, які відрізняються між собою центром, навколо якого утворюється група:

— як ядро виступає банківський холдинг (групи «Чейз», «Моргана», «Мелона», «Сакса»);

— виробничо-технологічний комплекс (General Motors, General Electric, Ford Motor, IBM).

Усі перелічені компанії носять транснаціональний характер та є вертикально-інтегрованими структурами.

Якщо розглядати регіональний розвиток створення інтеграційних структур, то більшість штатів Північної Америки проявили значну активність у розвитку кластерних ініціатив. Слід зазначити, що США є родиною кластерної моделі, саме М.Портер, представник Гарвардського університету, є засновником кластерів [57]. Промислові кластери стали надзвичайно популярним компонентом політики регіонального та локального розвитку в США. За твердженнями ОЕСР, понад 61% промислової продукції США вироблено в рамках кластерів, які консоліднують діяльність як малих, так і великих підприємств. За оцінкою аналітиків, у країні діє 380 крупних кластерів, які охоплюють практично всі сектори виробництва і забезпечують роботою 57% працездатного населення США. Найбільш значущим кластером США можна назвати Силіконову Долину.

Аналіз практики кластеризації США вказує на те, що для рішення задач по формуванню інтеграційних утворень необхідна перебудова в середині самих учасників, повинні створюватися нові трудові стандарти, утворюватися нові моделі управління.

Сьогодні багато держав широко застосовує інтеграційний досвід

США на власній практиці, створюючи свої науково-технічні парки, інкубатори, агломерації та різні партнерства, переносячи цей процес з урахуванням специфіки своїх регіонів.

В економічному розвитку країн, що розвиваються, важливу роль відіграє держава, яка приділяє значну увагу державному підприємництву. Останнє включає як функціонування повністю державних, а також змішаних компаній, де державі належить більше половини капіталу. Для багатьох країн, у тому числі африканських, характерною є наявність високої кількості змішаних державно-приватних компаній, які діють у різних галузях.

Інтерес до створення холдингових компаній у країнах, що розвиваються, проявляється у спробі вирішення однієї з важливіших проблем, з якою зіштовхується держава - проблема низької економічної ефективності та збитковості багатьох компаній, а особливо, державних. З метою підвищення економічної ефективності державного сектора у 80-ті роки уряди кількох країн (Єгипет, Португалія, Заїр) проявили значний інтерес до створення нових та перетворення існуючих промислових об'єднань. При цьому вони виходять з того, що тільки утворення конгломератів і, відповідно, зростання масштабів та міці підприємств стосовно міністерств дозволить підвищити господарську самостійність компаній. Але між самостійністю і незалежністю підприємств багатьох країн є істотні відмінності. Так, у Мексиці більшість державних підприємств не беруть участь у холдинговій діяльності, у Бразилії ж, навпаки — багато підприємств є учасниками холдингових компаній.

Розвиток малих та середніх підприємств шляхом кластеризації забезпечує більш інтенсивний розвиток у країнах, що розвиваються, ніж у розвинутих. Особливістю розвитку кластерів у країнах, що розвиваються, є утворення неформальних кластерів, які є найбільш розповсюдженим об'єднанням підприємств у цих країнах, та найбідніших країнах світу. У

неформальних кластерах більшість складають малі та мікрофірми, технологічний рівень виробництва яких значно нижчий, ніж глобальний середньогалузевий. Прикладом неформального кластеру є Suame Magazін в Гані, розвиток якого був зумовлений укріпленням зв'язків між користувачами і постачальниками, а також завдяки дослідницьким інститутам [3, 15].

Основною ознакою формальних (організованих) кластерів є кооперування і об'єднання в мережі членів-учасників. До формальних кластерів можна віднести кластер автозапчастин у Нігерії, який став прикладом того, як у неформальному кластері, що не мав ніякої інфраструктури, компанії змогли знайти шлях до зростання, нарощування експорту, провели модернізацію, згрупувалися разом і створили загальні допоміжні підприємства та служби.

Ще одним прикладом успішного формування кластерів може бути кластер хірургічних інструментів у Пакистані — Sialkot. Фірмам, що об'єдналися в цьому кластері, вдалося дати опір зростаючій глобалізації та лібералізації й досягти постійно зростаючої конкурентоспроможності на постійно зростаючому ринку.

Показовим прикладом організованого кластера може бути гірничо-шахтний кластер Antofagosta в Чилі, особливостями якого є організація відносин між великими гірничими компаніями і малими та середніми постачальниками, фізична концентрація певних спеціалізованих і неспеціалізованих постачальників навколо гірничих компаній регіону. Пошук найкращих моделей призвів до створення інтегрованого постачальницького ланцюга.

Для багатьох країн світу характерним є розвиток інтеграційних структур, у Марокко — це утворення декількох кластерів — морського, легкопромислового та туристичного; в Індії кластера програмних продуктів, у Бразилії кластера керамічної плитки та черепиці тощо, їх досвід може

стати безцінним для України, оскільки врахування світового досвіду допоможе створенню морських, туристичних, будівельних, швейних, сільськогосподарських кластерів та фінансово-промислових груп.

Знання особливостей і специфіки застосування різних форм управління може стати корисним при формуванні об'єднань в Україні.

## **1.2. Особливості становлення вітчизняних холдингових компаній**

Становлення ринкових відносин неможливо без впровадження прогресивних організаційних форм, створених багатолітнім історичним досвідом людства. На сучасному етапі ця проблема на Україні є одною з найактуальніших. Розвинуті країни вже з давніх часів застосовують акціонерну власність як основу формування різних форм об'єднань підприємств і організацій.

Формування корпоративних систем у вигляді холдингових компаній має свої переваги і недоліки і залежить від вибору тієї чи іншої стратегії країн, що розвиваються. На користь утворення холдингових компаній говорить те, що вони можуть зіграти на ефекті від масштабу (масові закупівлі, централізоване навчання персоналу); на світових ринках капіталу та експорту можуть діяти ефективніше менших фірм; у випадку нерентабельності легше ліквідувати корпоративне підприємство чи збиткову структуру, ніж усе підприємство; холдингові компанії та об'єднання можуть відігравати роль ефективного захисника від політичного втручання.

Створення холдингових компаній не є єдиним способом перетворення організаційної структури управління щодо процесів децентралізації та роздержавлення. Альтернативу холдинговим компаніям можуть скласти й



інші об'єднання, які будуть залежати від умов їх функціонування та традицій у тій чи іншій країні.

В Україні акціонування власності має свою специфіку, воно почалося на фоні роздержавлення виробничих структур. Причиною такого реформування є те, що в умовах економічної нестабільності держава не в змозі підтримувати функціонування підприємств. Державною програмою приватизації передбачено повну корпоратизацію всіх (допущених до приватизації) державних підприємств. Акціонерні товариства можуть закуповувати не лише матеріальні засоби, але й цінні папери інших товариств, обмінюватися з ними пакетами акцій. Це є основою високої мобільності товариств у створенні різних господарських структур. Товариства можуть поєднувати свої зусилля з різним ступенем фінансового, технологічного і організаційного проникнення у кожному конкретному випадку злиття / поглинання.

Як показує досвід таких країн, як Польща та Угорщина створення холдингових компаній при переході до ринкової економіки є наслідком проведених економічних реформ. Основу розвитку холдингових компаній складає акціонерна власність, тому створення і розвиток цих компаній тісно пов'язані з такими процесами, як приватизація, корпоратизація, створення ринкової інфраструктури. Це особливо важливо для української промисловості, яка довгий час вже потребує раціоналізації галузевої структури, де холдингові компанії мають високу маневреність, здібність щодо швидкого реагування на потреби переміщення капіталу, збільшення числа сфер своєї діяльності, здійснення комплексних програм.

Можна вважати встановленим той факт, що визначальна роль у керівництві ринковою економікою належить крупним об'єднанням типу холдинговим компаніям. Холдингові компанії функціонують в світі практично у всіх галузях господарства.



Створені на сьогодні в Україні за ініціативою держави холдингові компанії важко віднести до одного з тих видів, які ефективно функціонують на Заході. Це пояснюється тим, що при їх створенні за мету ставиться збереження раніше існуючих об'єднань підприємств. Крім того, український фондовий ринок ще продовжує формуватися.

Порушення жорстких, адміністративних, управлінських вертикальних відносин поряд з демонтажем механізмів централізованої економічної системи диктує необхідність створення нових господарських об'єднань, яким саме і є холдингова компанія, що здійснюють контроль акціонерного капіталу корпоративних підприємств. Слід визначити, що ефективність цього процесу досягається в значній мірі за рахунок високого ступеня їх взаємодії, а не конкуренції.

Стосовно процесів інтеграції акціонерні товариства є гнучким, універсальним механізмом для встановлення вертикальних зв'язків між виробничими підрозділами шляхом заснування дочірніх та інших акціонерних товариств. Створення дочірніх акціонерних товариств дозволяє досягнути самостійності, при цьому зберігаються великі формування як єдиний виробничо-господарський комплекс, тільки змінюючи адміністративні важелі управління на економічні. Акціонерне товариство надає значні можливості для встановлення міжгалузевих і внутрішньогалузевих горизонтальних і вертикальних зв'язків.

В Україні немає великого досвіду формування холдингових систем. Прикладом першочергового накопичення капіталу і першою інтегрованою корпоративною структурою України можна вважати корпорацію «Республіка», створену на початку 1993 р.

За даними Антимонопольного комітету України, у 2008 році було сформовано з дозволу Комітету 755 об'єднань підприємств, що мали ознаки холдингової системи, а за період з 2002 по 2008 рр. — близько 2900 випадків концентрації суб'єктів господарювання [16].

За період 1995-2000 рр. фактично створено 35 холдингових компаній і державних акціонерних компаній, до статутного капіталу яких були передані пакети акцій 305 господарських товариств, з них: НАК «Нефтегаз Україна», ДАХК «Енергобуд», ДАК «Укрресурси», ДАХК «Дніпровський машинобудівельний завод», ДАХК «Чорноморський суднобудівний завод», ВАТ НАСК «Оранта», ДАК «Титан», ДАК «Укрмедпром», ВАТ ДААК «Укртранс» та ін.

Станом на 1 липня 2009 р. в Україні зареєстровано 866 корпорації і 393 концернів, а отже збереглася загальна тенденція до збільшення інтегрованих корпоративних структур в Україні, зокрема корпорації та концерни, середньорічний темп зростання яких складає 108,24 % і 101,0% за період 1997-2008 рр. відповідно.

У таблиці 1.1 наведена динаміка кількість господарських об'єднань створених в Україні протягом 1997 – 2009 рр.

*Таблиця 1.1*

**Динаміка кількості господарських об'єднань, створених в Україні  
(протягом 1997 – 2009 рр.)**

Об'єкт господарювання	1997 р.	2001 р.	2002 р.	2003 р.	2004 р.	2005 р.	2006 р.	2007 р.	2008 р.	2009 р. (на 01.07.09)
Асоціація	1902	2516	2580	2568	2629	2751	2841	2953	3057	3103
Корпорація	332	609	648	717	761	824	842	849	862	866
Консорціум	51	57	61	62	66	80	84	84	89	88
Концерн	353	380	385	395	388	406	403	400	396	393
Інші об'єднання юридичних осіб	1194	2123	2141	2115	2082	1971	1880	1774	1717	1674
Дочірнє підприємство	5315	19140	21097	22469	23598	23127	22523	21648	20973	20652

Сьогодні чи не найкращим прикладом створення та функціонування будівельних холдингових компаній в Україні є акціонерне товариство «Холдингова компанія «Київміськбуд», яке є найбільшою будівельною компанією, що була утворена шляхом корпоратизації будівельних трестів та підприємств.

В українській економіці можуть себе добре зарекомендувати банківські холдингові компанії. З одного боку, вони зможуть кваліфіковано здійснювати фінансовий контроль за діяльністю підприємств і видавати їм кредити. З іншого боку, за власним характером їх діяльності банкам не характерно втручання у внутрішні виробничі проблеми підприємств.

Холдингові компанії України мають особливості, обумовлені станом економіки країни. Середні і навіть великі підприємства, які мають потребу в налагоджуванні стійких зв'язків з постачальниками і підрядниками, віддадуть перевагу «дружньому» поглинанню холдинговою компанією. Також спостерігається тенденція малих підприємств до стійкої кооперації, однак вони не хочуть втрачати свою самостійність. Мова йде не про їх злиття до великих інтеграційних об'єднань, а у зміцненні своїх позицій за рахунок холдингової компанії. Зрозуміло, що його центральне підприємство зможе з меншими витратами вирішити питання реклами, аудиту, інвестиційної діяльності.

Сучасна економіка України пов'язана з тенденціями горизонтальної інтеграції (у вигляді переважного володіння промисловістю, феросплавами тощо), так і вертикальної інтеграції (металургійна промисловість у вигляді об'єднання її з добувною, гірничозбагачувальною, сировинною, збутовою та інш.).

Підсумовуючи, зазначимо, що формування ефективного механізму управління вітчизняними холдинговими компаніями необхідно здійснювати з урахуванням міжнародного досвіду.

### **1.3. Правове забезпечення функціонування холдингових компаній**

Широкі можливості моделювання відносин у структурах породили безліч варіантів інтегрованих структур або об'єднань. Серед найпоширеніших варто виділити такі форми структур, як альянс, асоціація, картель, конгломерат, концерн, консорціум, корпорація, пул, синдикат, союзи, трест, ФПГ, ТНК, холдингові компанії.

Перелічені форми об'єднань підприємств практично не існують у чистому вигляді, оскільки їх структурно-функціональні особливості обумовлені стратегічними і тактичними завданнями, що ставляться учасниками об'єднання, а також залежать від зовнішніх факторів, до яких слід перш за все віднести ступінь монополізації ринку, галузеву специфіку діяльності, а також соціально-політичні та інші чинники.

Правові аспекти формування і розвитку холдингових компаній широко розглядаються у працях учених-економістів [2, 5, 10, 17 – 20].

Досить тривалий час основою правового регулювання холдингових компаній в Україні тривалий час був Указ Президента України "Про холдингові компанії, що створюються в процесі корпоратизації та приватизації" від 11.05.1994 р. № 224/94 (втратив чинність на підставі Указу Президента № 640/2007 від 12.07.2007 р.) У цьому Указі були наведені визначення холдингової компанії, дочірнього підприємства, контрольного пакета акцій, а саме:

холдингова компанія — суб'єкт господарювання, що володіє контрольними пакетами акцій інших, одного або більш суб'єктів господарювання;

контрольний пакет акцій — кількість акцій (пай, частка в статутному капіталі), що дає право холдинговій компанії здійснювати контроль діяльності дочірніх підприємств.

До 2006 р. один з найбільш важливих і великих джерел законодавства, що визначають систему цивільного права в Україні, а саме Цивільний Кодекс, навіть не згадує холдингову компанію серед учасників господарського обороту, визначаючи всі можливі організаційно-правові форми існування юридичних осіб і умовно називаючи їхні об'єднання лише як союзи й асоціації, які самі по собі є некомерційними організаціями.

Сьогодні законодавство України про холдингові компанії виключає Закон «Про холдингові компанії в Україні», Цивільний кодекс України, Господарський кодекс України, інші закони та нормативно-правові акти, що регулюють діяльність холдингових компаній та їх корпоративних підприємств [21 - 23].

Статутний фонд холдингової компанії формується за рахунок внесків засновників у формі холдингових корпоративних пакетів акцій (часток, паїв), а також додаткових внесків у формі майна, засобів і нематеріальних активів, необхідних для забезпечення діяльності холдингової компанії. У випадку, якщо до порядку денного загальних зборів акціонерів холдингової компанії включено питання про відчуження яких-небудь пакетів акцій (часток, паїв) корпоративних підприємств і/або ліквідації холдингової компанії, такі загальні збори визнаються правомочними за умови реєстрації для участі в них акціонерів (їх представників), які мають відповідно до статуту холдингової компанії більш ніж 80 відсотків голосів.

Статутом холдингової компанії встановлюються обмеження відносно правочинів, які мають право здійснювати органи управління компанії, а також випуску цінних паперів.

Особливу роль у структурі холдингових компаній, відіграють компанії, що мають статус державних. Державні холдингові компанії утворюються органами, уповноваженими управляти державним майном, і/або державними органами приватизації.

Єдиним акціонером державної холдингової компанії від моменту її освіти до завершення процедури приватизації або припинення є держава. Засновниками державних холдингових компаній у процесі корпоратизації державних підприємств є органи, уповноважені управляти державним майном. Державній холдинговій компанії забороняється здійснювати які-небудь дії, які можуть призвести до відчуження акцій (часток, паїв) або майна, унесених до її статутного фонду, до завершення процесу її приватизації. Державна холдингова компанія не може бути корпоративним підприємством іншої холдингової компанії. Рішення про приватизацію державної холдингової компанії може бути ухвалене лише після ухвалення рішення про приватизацію всіх корпоративних підприємств, пакети акцій (часток, паїв) яких передані до статутного фонду такої холдингової компанії [47].

На рівні законодавства можливі такі варіанти створення державних холдингових компаній:

- за ініціативою самих державних підприємств;
- створення нових акціонерних товариств;
- створення державних холдингових компаній міністерствами;
- в результаті реструктуризації великих підприємств;
- за ініціативою крупних підприємств, що виробляють складну готову продукцію.

Оскільки організаційно-правові форми організації об'єднань підприємств характеризуються різноманітністю, особливої актуальності в сучасних умовах господарювання набуває вирішення завдання вибору оптимальної організаційної структури для досягнення цілей власників капіталу.

Для обґрунтування вибору такої організаційної структури необхідно провести порівняльний аналіз основних видів об'єднань підприємств, з виявленням переваг та недоліків інтегрованих структур певного виду.

Відповідно до норм чинного законодавства в Україні найбільш розповсюдженими є такі об'єднання підприємств:

— **Асоціація** — договірне об'єднання, створене з метою постійної координації господарської діяльності підприємств, що об'єдналися, шляхом централізації однієї або кількох виробничих та управлінських функцій, розвитку спеціалізації та кооперації.

— **Корпорацією** визнається договірне об'єднання, створене на основі поєднання виробничих, наукових і комерційних інтересів підприємств, що об'єдналися, з делегуванням ними окремих повноважень централізованого регулювання діяльності кожного з учасників органам управління корпорації.

— **Консорціум** — тимчасове статутне об'єднання підприємств, створене для досягнення його учасниками певної спільної господарської мети (реалізації цільових програм, науково-технічних, будівельних проектів тощо). Ця форма дозволяє використовувати кошти, якими його наділяють учасники, централізовані ресурси, виділені на фінансування відповідної програми, а також кошти, що надходять з інших джерел, у порядку, визначеному його статутом. У разі досягнення мети його створення консорціум припиняє свою діяльність.

— **Концерном** визнається статутне об'єднання підприємств, а також інших організацій, що передбачає фінансову залежність від одного або групи учасників об'єднання, з централізацією функцій науково-технічного і виробничого розвитку, інвестиційної, фінансової, зовнішньоекономічної та іншої діяльності. Учасники концерну наділяють його частиною своїх повноважень, у тому числі правом представляти їх інтереси у відносинах з органами влади, іншими підприємствами та організаціями. Учасники концерну не можуть бути одночасно учасниками іншого концерну.

— **Державні та комунальні господарські об'єднання** утворюються переважно у формі корпорації або концерну, незалежно від найменування об'єднання (комбінат, трест тощо).

— **Промислово-фінансові групи** є об'єднанням, яке створюється за рішенням Кабінету Міністрів України на певний строк з метою реалізації державних програм розвитку пріоритетних галузей виробництва і структурної перебудови економіки України, включаючи програми згідно з міжнародними договорами України, а також з метою виробництва кінцевої продукції.

— **Асоційовані підприємства (господарські організації)** — це група суб'єктів господарювання — юридичних осіб, пов'язаних між собою відносинами економічної та/або організаційної залежності у формі участі в статутному фонді та/або управлінні. Залежність між асоційованими підприємствами може бути простою і вирішальною.

— **Інші об'єднання підприємств**, передбачені законом (союзи, спілки, асоціації підприємців).

Оскільки вказані визначення характеризують головним чином мету об'єднання учасників, але не дають змоги уявити проаналізувати основні відмінності між інтегрованими корпоративними структурами, необхідно звернути увагу на характерні особливості об'єднань підприємств вищенаведених видів (табл. 1.2).

За результатами порівняльного аналізу основних ознак найбільш розповсюджених інтегрованих корпоративних структур доцільно зауважити:



Таблиця 1.2

## Аналіз форм інтегрованих корпоративних структур

Види об'єднань	Тип об'єднання		Форма об'єднання		Тип контролю			Співпраця за часом		Самостійність			Централізація управління				
	статутне	договірне	м'яка	жорстка	виробничий	фінансовий	комерційний	постійна	тимчасова	юридична	виробнича	економічна	Централізація в певних сферах				Децентралізоване управління
													фінансова	комерційна	виробнича	управлінська	
Асоціація		+	+		+	+	+	+		+					+	+	
Корпорація		+		+	+		+	+		+					+	+	
Концерн	+			+		+	+	+		+			+	+		+	
Консорціум	+		+		+	+			+	+		+	+	+	+	+	
ФПГ		+(рішення КМУ)		+	+	+	+	+		+			+	+		+	
Асоційовані підприємства. Холдингові компанії	+			+	+	+	+	+		+	+	+	+	+		+	
Конгломерат		+		+		+		+		+	+						+
Трест	+		+		+	+	+	+		+			+	+		+	
Картель (синдикат, пул)		+	+		+		+		+	+	+	+		+			

— жорстка форма об'єднання (характерна для концерну, конгломерату та холдингу), передбачає посилення контролю за діяльністю учасників, низький рівень їх самостійності та високий ступінь централізації діяльності, що здійснюється ними на постійній основі. Особливо це характерно для холдингових компаній, де контроль діяльності здійснюється із застосуванням фінансових та корпоративних важелів впливу;

— у переважній більшості випадків контроль за діяльністю учасників є фінансовим, що супроводжується централізацією управління саме у фінансовій сфері. Це пояснюється необхідністю контролю за формуванням, розподілом та використанням грошових потоків у процесі діяльності корпоративних структур;

— учасники інтегрованих корпоративних структур зберігають юридичну самостійність, але в окремих випадках залежні від головної компанії у виробничій та комерційній сферах, що забезпечує координацію спільних дій і приводить до підвищення ефективності діяльності за рахунок отримання синергетичного ефекту;

— координація і контроль діяльності учасників об'єднань здійснюється головною компанією переважно шляхом повного або часткового управління їх діяльністю; виключенням є лише конгломерат, де взаємодія учасників відбувається тільки у виробничій сфері.

Сьогодні вченими запропоновано різні підходи до визначення поняття «холдингова компанія». Тлумачення змісту поняття «холдингова компанія» деяких вчених та відповідно до чинного законодавства України та США наведені в табл. 1.3.

Таблиця 1.3

## Тлумачення змісту поняття «холдингова компанія»

Автор	Поняття «Холдингова компанія»
І.А. Храброва [9]	об'єднання підприємств, що мають загального власника, який існує в осмисленій системі, що функціонує як єдиний організм
А. Горбунов [24]	акціонерна компанія, яка використовує свій капітал для придбання контрольних пакетів акцій інших компаній з метою встановлення панування й контролю над ними
В.В. Гончаров [25]	особливий вид фінансової компанії, яка створюється для володіння контрольними пакетами акцій інших компаній і управління їх діяльністю
Г. Гутман, Г. Дугалл [26]	корпорація, яка володіє пакетом, що дає право голосу акцій іншій корпорації, достатнього для того, щоб мати над нею діловий контроль
І.С. Шиткіна [5]	підприємницьке об'єднання вертикального типу, засноване на економічній субординації, підпорядкуванні та контролі одного суб'єкта підприємницької діяльності над іншими
Закон України «Про холдингові компанії в Україні» [21]	відкрите акціонерне товариство, яке володіє, користується та розпоряджається холдинговими корпоративними пакетами акцій (часток, паїв) двох або більше корпоративних підприємств
Закон про комунальну холдингову компанію (1935р., США) [27]	корпорація, що має 10% і більше акцій з правом голосу в іншій компанії, підлягає реєстрації

На основі аналізу норм чинного законодавства та робіт вітчизняних і зарубіжних учених в дослідженні пропонується визначати холдингову компанію як акціонерне товариство, яке володіє, користується та розпоряджається холдинговими корпоративними пакетами акцій (часток, паїв) двох або більше корпоративних підприємств, що зберігають свою юридичну незалежність і об'єдналися для досягнення загальних цілей.

Наведене визначення близьке за змістом до того, що є в Законі України «Про холдингові компанії в Україні» і, на нашу думку, найбільш повно характеризує холдингову компанія як специфічну інтегровану корпоративну структуру.

Основними функціями холдингових компаній (згідно з чинним законодавством) є:

- формування єдиної фінансової, інвестиційної, виробничо-господарської та науково-технічної політики щодо корпоративних підприємств;
- визначення напрямів та порядку використання прибутку корпоративних підприємств;
- затвердження планів виробничого та соціального розвитку корпоративних підприємств;
- вирішення інших питань.

У літературі [5, 9, 24, 28 - 30] виділяють такі типи холдингових структур:

- горизонтально інтегровані;
- вертикально інтегровані;
- конгломеративно диверсифіковані (табл. 1.4).

Залежно від функцій головної компанії розрізняють такі форми холдингових компаній (рис. 1.1):

- управляючий холдинг;
- чистий холдинг (фінансовий), який створюється, насамперед, з метою фінансового контролю та управління;
- змішаний холдинг (здійснює також певну підприємницьку діяльність - промисловість, торгівля, транспорт, кредитно-фінансова діяльність).

Таблиця 1.4

## Характеристики типів холдингових структур

Тип	Переваги	Недоліки
Горизонтальна інтеграція	<ul style="list-style-type: none"> <li>• схема побудови і керування загальна для всіх, оскільки дочірні товариства однакові;</li> <li>• єдині критерії оцінки діяльності корпоративних підприємств, легко прорахувати внесок кожної «дочки» в досягнення загальної мети (з урахуванням регіональних особливостей);</li> <li>• система запуску та розвитку нової дочки добре відпрацьована на попередній; вирішення нових завдань в одному корпоративному підприємстві, є прецедентом для інших при виникненні відповідної ситуації;</li> <li>• при зміні бізнесу залишається мережа навчених дочок, налагоджена система взаємодії центр - регіони, знання регіону; для переходу на інший продукт (суміжний, родинний) необхідно тільки вивчити ситуацію по продукту на регіональних ринках і скорегувати маркетингову політику, настроїти клієнтську базу (можливо частково).</li> <li>• дозволяє одержати і продати кінцевий продукт по конкурентоздатних цінах своєму безпосередньому споживачу;</li> <li>• можливість контролю якості продукції на кожному з етапів її виготовлення;</li> <li>• можливість повноцінної роботи зі скорочення витрат, тому що включені всі складові, необхідні для одержання і продажу кінцевого продукту.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• важко керувати на відстані, - чим більше відстань, тим складніше перевірити відповідність загалькорпоративним стандартам;</li> <li>• необхідно добре знати всі дочірні регіони (маркетинг: ситуація на регіональному ринку по продукті, вивчення конкурентів і клієнтів; персонал - ринок праці (попит/пропозиція: рівень заробітної плати, кваліфікація вимоги) по відповідному і суміжному напрямках; особливості корпоративної культури, економічна ситуація в регіоні; особливості взаємодії з регіональною адміністрацією.)</li> <li>• необхідно знати/вивчати ситуацію (виробництво, маркетинг, персонал) по всім бізнесам, які входять у єдиний комплекс;</li> <li>• оскільки корпоративні підприємства всі різні, необхідна добре продумана система оцінки їх діяльності, їхнього внеску в спільну справу (яким вимогам повинні відповідати усередині свого бізнесу, для загального бізнесу);</li> </ul>
Вертикальна інтеграція	<ul style="list-style-type: none"> <li>• є загальне уявлення про бізнеси, які входять до холдингу, оскільки раніше доводилося з ними спілкуватися як з постачальниками.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• зміна бізнесу (через несприятливу ситуацію в галузі, на ринку) на інший бізнес не можлива, тільки заново з "0"; перехід на суміжний продукт зажадає координаційних змін практично по всіх корпоративним підприємствам, що входить у холдингової компанії, клієнтську базу, можливо, тільки частково використовувати.</li> </ul>

Тип	Переваги	Недоліки
Конгломеративна диверсифікованість	<ul style="list-style-type: none"> <li>• задовольняюча ціна, якість суміжного продукту, відповідно і кінцевого продукту в цілому;</li> <li>• суміжні дочки не тільки працюють на задоволення потреб холдингу, але й мають більшу волю в самостійному зароблянні і одержанні прибутку;</li> <li>• підстрахування з боку суміжних дочок при несприятливій ситуації на ринку основного продукту, можна переорієнтуватися на ринок суміжного продукту без більших втрат і вкладень, оскільки вже все працює, налагоджено.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• суміжних дочок складніше орієнтувати на загальну мету, тому що вони перетинаються з основним бізнесом по одному-двох моментах, вони більш самостійні і можуть самі функціонувати;</li> <li>• складно управляти дочками, вони дуже різні, необхідно добре знати їх (виробництво/торгівля/послуги, маркетинг, персонал) і специфіку бізнесу;</li> <li>• дочки дуже різні й слабо пов'язані між собою, тому складно оцінювати їхній внесок у спільну справу, але у зв'язку із цим особливо важлива система оцінки (усередині бізнесів, по холдингу в цілому) і облікова політика холдингової компанії.</li> </ul>

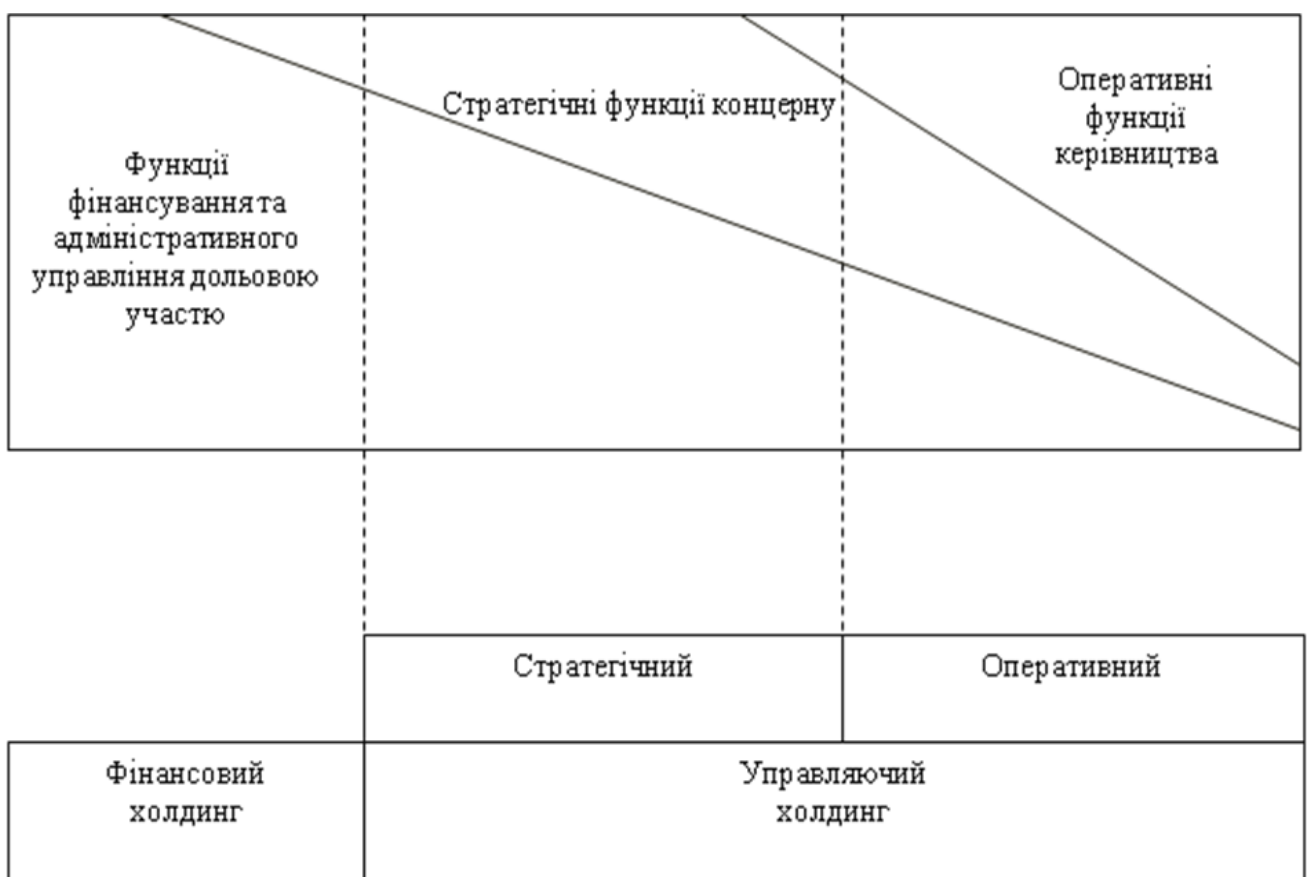


Рис. 1.1 Типові форми холдингових компаній та їх функції

Змішані холдинги типові як материнські компанії сучасних промислових концернів, багатогалузевих об'єднань, організаційно пов'язаних між собою підприємств. Однак останнім часом спостерігається зростання чистих холдингів, які об'єднують фінансові заклади (банки, страхові та інші фірми).

Будучи фінансовими компаніями, чисті (фінансові) холдинги мають цілу низку специфічних функціональних відмінностей від інших фінансових інститутів, наприклад, банків та інвестиційних компаній і фондів.

На відміну від банків, холдингові компанії можуть здійснювати прямі дольові інвестиції у нефінансові підприємства (тобто промислові, торговельні, будівельні та інші фірми). При цьому, маючи відповідні ліцензії, холдингові компанії можуть займатися і відповідною кредитно-фінансовою діяльністю.

Холдингові компанії не обмежуються портфельними інвестиціями в акції того чи іншого підприємства, а намагаються стати власником його контрольного пакета, а це, в свою чергу, дозволяє здійснювати управлінські функції. Крім цього, завдання інвестування коштів у різні активи фондового ринку (особливо похідні, наприклад, ф'ючерси та опціони), типові для інвестиційних компаній, взагалі може не розглядатися керівництвом холдингової компанії як одне із пріоритетних.

Основна різниця фінансового холдингу від інших фінансових інститутів полягає в здійсненні особливої інвестиційної стратегії, метою якої є встановлення ділового контролю над вже існуючими чи новими фірмами, що входять до кола його інтересів.

Аналізуючи позитивні і негативні риси системи материнської компанії і корпоративних підприємств, слід відзначити, що вона отримала широке розповсюдження тому, що найкращим чином відповідає стилю і структурі керівництва великими інтегрованими структурами, які часто є

диверсифікованими, у випадку уникнення недоліків централізації чи повної децентралізації та віддають перевагу проміжному варіанту. При цьому виділяються основні функції управління і по кожній із них приймається рішення про доцільність централізації/ децентралізації цієї функції.

Серед основних чинників, які впливають на прийняття рішення, є характер холдингової компанії. Найбільша централізація характерна для об'єднань, які займаються виробництвом однорідних товарів чи здійсненням послуг. Повна децентралізація, навпаки, доцільна для холдингових компаній, зацікавлених в інвестуванні в різні галузі виробництва.

Що стосується функціонального складу системи управління материнської компанії, то він визначається характером об'єднання підприємств, але завжди за головним підприємством залишається виключна функція управління портфелем цінних паперів.

Як вже зазначалося, в економічній літературі для оцінки взаємозв'язків видів діяльності фірми було запропоновано концепцію синергізму, джерелом якого може бути спільне використання виробничих потужностей, науково-дослідних і конструкторських розробок, застосування спільного досвіду управління. Синергетичний ефект може бути і негативним, коли в окремих фірмах у складі стратегічних зон з'являються такі, які суттєво відрізняються від традиційних за рівнем нестабільності і критичними чинниками успіху. В цих випадках керівництво не завжди в змозі ефективно управляти такими стратегічними зонами.

Отже, стратегічне управління корпоративним портфелем холдингової компанії полягає в тому, що воно допомагає забезпечити вищу рентабельність інвестицій при комбінації підприємств, ніж у тому випадку, коли вони управляються окремо. В загальному вигляді, портфельна стратегія холдингової компанії визначається такими мотивами:



- придбання в нових галузях;
- укріплення існуючих підрозділів за рахунок придбання;
- повільний вихід з небажаних галузей;
- продаж не рентабельних корпоративних підприємств;
- розміщення ресурсів у формі капіталу.

Розробка стратегії холдингової компанії є важливим етапом формування всієї інтеграційної структури. Як показує досвід, управлінські рішення повинні бути детально обґрунтовані. Практика свідчить, що необхідним є виділення двох етапів у процесі створення холдингової компанії.

На першому етапі необхідно провести попередній діагностичний аналіз. Треба здійснити інвентаризацію майнових і постатейних балансових показників на основі бухгалтерських даних. Тільки це дасть змогу розрахувати необхідні узагальнюючі документи для вибору варіантів подальших організаційних перетворень.

На другому етапі проводиться багатоваріантна фінансова імітація з урахуванням різних критеріїв управління холдинговою компанією. На практиці створенню холдингової компанії передують численні розрахунки і детальні дослідження, поки концепція компанії не буде відповідати фінансовим можливостям її учасників.

Отже, до створення холдингової компанії можуть спонукати багато причин, до яких можна віднести:

- відсутність необхідних фінансових коштів;
- знос та технічне старіння обладнання;
- труднощі з реалізацією продукції;
- необхідність стабільного та якісного забезпечення сировиною і комплектуючими;
- відсутність попиту на акції підприємства.

Узагальнюючи викладене вище, можна виділити найбільш характерні недоліки холдингових компаній:

1. Втрата керованості (негнучка структура управління, що негативно впливає на ефективність прийняття управлінських рішень);
2. Неузгодженість цілей та організаційної культури корпоративних підприємств та ін.

При формуванні складу холдингової компанії корпоративні підприємства можуть бути різної організаційно-правової форми: відкриті і закриті акціонерні товариства, з обмеженою додатковою і повною відповідальністю, командитні товариства. Проте останні дві форми рідко використовуються у холдингових компаніях.

Більш розвинутою формою у порівнянні з товариствами є закриті акціонерні товариства. Їх переваги для дочірніх підприємств полягають у наступному:

- захищеність від інвестиційної політики конкурентів;
- закриті товариства неможливо перекупити без згоди більшості засновників;
- можливість перереєстрації у відкриті акціонерні товариства.

Закриті акціонерні товариства в своїй більшості є невеликими посередницькими (фінансовими і торгівельними) фірмами з невеликим статутним фондом, кількістю засновників і обсягом власного капіталу.

Найдоцільнішою організаційно-правовою формою є відкриті акціонерні товариства, серед переваг яких виділяють:

- можливість залучення капіталу третіх осіб шляхом випуску акцій;
- можливість залучення значної кількості фінансових ресурсів та ін.

Визначальним моментом у функціонуванні холдингової компанії є організація діяльності головної материнської компанії, де зосереджуються

основні функції управління корпоративними підприємствами. Відмічалось, що корпоративні підприємства передають значну кількість своїх управлінських функцій головній компанії.

Материнській компанії у системі управління холдинговою компанією делегуються такі функції:

- проведення виробничо-технологічної, інвестиційної і торгової політики в масштабах всього об'єднання;
- централізація капіталу і координація фінансових, матеріальних та інформаційних потоків;
- комбінування виробництва;
- розвиток взаємодії на різних рівнях з метою кращого використання внутрішнього і зовнішнього середовища;
- використання нових інвестиційних і кредитних джерел.

Організація управління холдинговою компанією реалізується через систему планування і керівництва діяльністю холдингу в цілому, а також за допомогою різних форм участі материнської компанії в капіталі та органах управління корпоративних підприємств (правління, ревізійні комісії). У сукупності це забезпечує безумовне право прийняття або відхилення певних рішень, пов'язаних з діяльністю корпоративного підприємства.

Материнська компанія виконує свої функції, розв'язуючи наступні завдання:

- формування і централізація управління реалізацією програм всього об'єднання;
- визначення цілей і стратегії холдингової компанії;
- розробка і впровадження методів планування діяльністю холдингової компанії;
- затвердження планів функціонування корпоративних підприємств;

- впровадження комерційного розрахунку між підприємствами холдингової компанії;
- розробка планів ресурсного забезпечення;
- контроль за виконанням і моніторинг реалізації планів;
- організація реалізації макропроектів розвитку об'єднання;
- розробка перспективних макропроектів розвитку;
- створення нових структурних підрозділів;
- будівництво;
- впровадження нових технологій;
- розвиток інфраструктури;
- забезпечення фінансової і фізичної безпеки центру і корпоративних підприємств:
- аналіз стану зовнішнього середовища (уряд, конкуренти, партнери, споживачі тощо);
- висновки про можливі порушення в функціонуванні об'єднання на базі отриманої внутрішньої і зовнішньої інформації;
- визначення можливих наслідків розвитку поточної і подальшої ситуації;
- кадрове забезпечення центром управлінського апарату корпоративних підприємств:
- підбір і розподілення кадрів;
- підготовка і перепідготовка кадрів;
- взаємовідносини з пресою;
- імідж холдингової компанії.

Щодо підприємств, які борються за виживання і беруть участь в процесах інтеграції (у тому числі і в Україні), актуальною залишається думка професора Бескидського інституту М. Хучека стосовно стратегічних цілей створення холдингової компанії [7]:

*на рівні правління* – завоювання в країні і за її межами позиції виробника сучасних продуктів шляхом забезпечення умов для подолання кризи, а також орієнтації своєї діяльності на стратегію розвитку;

*на рівні материнської компанії* - мінімізація заборгованості; маркетинг, придбання нових ліцензій і ноу-хау; залучення фінансових коштів для погашення заборгованості і капітальних вкладів; реструктуризація фірми; раціоналізація управління;

*на рівні корпоративних підприємств* - формування завдань для отримання прибутку; передача деяких стратегічних і управлінських функцій на рівень материнської компанії.

Однією з головних проблем управління холдинговою компанією стає визначення ступеня господарської самостійності корпоративних підприємств. Це залежить від багатьох факторів, в першу чергу, від концепції комерційної діяльності і від тактики досягнення ринкових цілей холдингової компанії.

Основні типи систем управління великими інтегрованими корпоративними системами холдингового типу можна класифікувати таким чином:

- управління по функціях;
- управління по галузях;
- програмно-цільове управління;
- матрична система управління.

Управління за функціями (планування, облік, маркетинг тощо) в чистому вигляді зустрічається дуже рідко. Така модель управління передбачає високий ступінь централізації активів фірми і характерна для керівництва в межах однієї юридичної особи. В умовах об'єднання така модель має недоліки в тому, що важко забезпечити комплексність і координованість управління, важко здійснювати облік витрат і визначати відповідальність за прийняті рішення. Проте без важелів управління, які

забезпечують функціональні служби, не може обійтись жодне корпоративне об'єднання.

Управління по галузях (дивізіональна система) пов'язане з номенклатурою продукції холдингової компанії. Дивізіони забезпечують комплексність управління при виготовленні певної продукції. Поряд з цим, поділ на окремі формування приводить до роздрібненості управління на рівні галузових об'єднань, що заважає цілісному фінансовому, інвестиційному і перспективному плануванню.

Програмно-цільове управління передбачає зниження впливу цих негативних чинників. Відповідно до цього підходу формуються певні програми і проекти для досягнення стратегічних цілей холдингової компанії. Для цього керівникам проектів виділяються необхідні потужності і засоби як галузових, так і функціональних служб. Цим досягається взаємодія функціональних і галузових служб, підвищується оперативність і мобільність керівництва. Однак досвід свідчить, що повністю подолати відомчий підхід не вдається навіть при цій системі.

Упродовж довгого часу популярністю користується матрична система управління. Очікувалось, що вона повністю виключить негативні тенденції відомчого підходу. Виробничі одиниці при такому підході знаходяться під контролем функціональних і відомчих служб.

Мають місце матриці за схемою: функція – галузь – регіон. Застосування матричної системи пов'язано з певними труднощами, насамперед, втрачається управлінська ієрархія. Виконавець стає підлеглим двох або кількох керівників, закладаються передумови корпоративних конфліктів тощо. Тому жодну з розглянутих схем не можна вважати оптимальною. Кожна з них має позитивні риси і недоліки. Мистецтво керівника полягає в тому, щоб створити систему управління, яка в найвищій мірі відповідає діяльності холдингової компанії.

Управління портфелем цінних паперів стає основним завданням у системі стратегічного управління інтегрованою діяльністю холдингової компанії. Раціонально вибраний напрям стратегічної діяльності в сфері виробничої, фінансової і господарської діяльності зумовлюють ефективну діяльність всього об'єднання.

Перевагами консолідації підприємств і цілі, що досягаються у межах холдингової компанії, виступають:

- обмеження або ліквідація конкуренції;
- контроль за постачанням сировини і готової продукції;
- незалежність від зовнішніх постачальників сировини;
- створення єдиного виробничого комплексу від видобутку сировини до готової продукції;
- зменшення накладних витрат за рахунок централізації управлінських витрат;
- можливість зниження податків;
- широкі можливості інноваційної діяльності;
- об'єднання технічного досвіду, економія у виробництві і розподілі продукції;
- економія на торгівельних операціях;
- зменшення кризового тиску.

Слід зазначити, що поглинання господарських суб'єктів в процесі приватизації здійснюється за згодою Антимонопольного комітету України.

Поглинання може здійснюватися шляхами:

- шляхом укладання договору;
- закупівлі за грошові кошти акцій корпоративного підприємства (під час первинного розміщення) на вторинному ринку цінних паперів;
- дарування;

- обміну;
- випуск материнською компанією привілейованих акцій на суму вартості контрольних пакетів підприємств, які поглинаються;
- випуск привілейованих акцій здійснюється на суму, яка не перевищує 10% статутного фонду холдингової компанії;
- випуск холдинговою компанією простих іменних акцій та обмін на вторинному ринку цінних паперів дочірнього підприємства;
- придбання на умові договору внаслідок:
- спадщини;
- рішення суду;
- приватизації та ін.

Материнська компанія може бути будь-якою організаційно-правовою формою, але краще, якщо вона матиме статус відкритого акціонерного товариства. Це дає можливість реалізувати основні холдингові функції шляхом постійної маніпуляції складом портфеля цінних паперів холдингової компанії.

Отже, ця форма інтегрованих корпоративних структур є однією з кращих альтернатив серед процесів злиття та поглинання і приваблює тим, що дозволяє здійснювати концентрацію капіталу шляхом управління корпоративними правами.



## РОЗДІЛ 2

### ОРГАНІЗАЦІЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В ХОЛДИНГОВИХ КОМПАНІЯХ

#### 2.1. Сутність корпоративного управління

Проблема корпоративного управління в Україні виникли відразу після першої хвилі приватизації, коли більшість державних підприємств були перетворені в акціонерні товариства. Проте майже одразу керівництво товариств зіштовхнулося з безліччю проблем та особливостями нової форми власності.

*Корпоративне управління* — система відносин між власниками компанії, її менеджерами, а також заінтересованими особами задля забезпечення ефективної діяльності компанії, рівноваги впливу та балансу інтересів учасників корпоративних відносин.

Колін Маєр розглядає корпоративне управління як організаційну угоду, за якою певна компанія репрезентує і обслуговує інтереси своїх інвесторів [13]. Потреба в таких організаційних угодах пояснюється структурою компанії в ринковій економіці. Корпоративне управління передбачає подолання проблем спостереження і контролю менеджерської діяльності щоразу, коли корпоративна власність і корпоративний контроль відокремлюються внаслідок розпорошення акціонерної власності. Головна функція корпоративного управління має забезпечити діяльність компанії в інтересах колективних акціонерів, які забезпечують компанію фінансовими ресурсами.

Саме механізм ефективного корпоративного управління значно розширює можливості залучення вітчизняних та іноземних інвестицій,

сприяє зростанню продуктивності й конкурентоспроможності підприємств, веде до підвищення ринкової вартості їхніх акцій.

Післяприватизаційні процеси на великих та середніх підприємствах потребують особливої уваги і копіткої роботи з органами управління ВАТ.

Закон «Про акціонерні товариства» передбачає обов'язкове створення в акціонерному товаристві (як і в інших статутних товариствах) певної системи органів управління.

Органами управління акціонерного товариства виступають:

- загальні збори акціонерів;
- рада товариства (спостережна рада);
- виконавчий орган;
- ревізійна комісія.

Залежно від потреб акціонерного товариства й від кількості акціонерів у акціонерному товаристві може існувати чотири моделі управління. Відмінність моделей полягає в:

- а) наявності або відсутності спостережної ради;
- б) різних формах існування виконавчого органу (колегіальної чи одноособової).

Органи товариства та їх посадові особи повинні діяти узгоджено та ефективно в інтересах товариства. Компетенція органів товариства повинна бути чітко визначена у статуті товариства відповідно до завдань органів товариства та з урахуванням вимог чинного законодавства. Товариству доцільно визначати у статуті перелік повноважень, що належать до виключної компетенції кожного органу. Адже саме від злагоджених дій правління та спостережної ради залежатиме наскільки ефективно працює підприємство. Компетентність та глибоке розуміння принципів ефективного корпоративного управління є одним із найважливіших питань для українських підприємств та економіки України загалом. Але на сучасному етапі ринкових відносин в країні нагальною проблемою стала

відсутність належних знань з питань управління приватизованими підприємствами.

Для забезпечення належного рівня корпоративного управління, поряд із забезпеченням чіткого та раціонального розподілу повноважень між органами товариства, важливо досягти розуміння органами товариства того, що здійснюючи свою діяльність, вони спільно працюють на досягнення мети товариства, а оцінка діяльності кожного органу залежить від результатів діяльності товариства в цілому.

Розробка такого документа як **національні принципи корпоративного управління** [31], передусім обумовлена важливістю корпоративного управління та його впливом на розвиток інвестиційних процесів, ефективність діяльності акціонерних товариств та їхню конкурентоспроможність. Принципи корпоративного управління містять ключові засади, на основі яких мають розвиватися корпоративні відносини в Україні та конкретні рекомендації щодо якісного та прозорого управління акціонерним товариством відповідно до міжнародних стандартів.

Варто наголосити, що світовий досвід у галузі корпоративного управління свідчить про ефективність такого інструменту регулювання корпоративних відносин як національні принципи (кодекси) корпоративного управління. Сьогодні усвідомлення неможливості вирішення всіх проблем корпоративного управління виключно на законодавчому рівні підштовхнуло велику кількість країн до розробки та запровадження національних принципів корпоративного управління, в яких розроблено етичні правила поведінки його учасників. До країн, які мають власні національні принципи корпоративного управління, належать Великобританія, Австралія, Канада, Німеччина, Франція, Іспанія, Італія, Данія, Греція, Нідерланди, Швеція, Швейцарія, Японія, Корея, Бразилія, Мексика, Перу, Малайзія, Південно-Африканська Республіка, Індія, Кенія, Румунія, Угорщина, Польща, Чехія, Словаччина, Росія та інші.

Поштовхом до розробки національних принципів (кодексу) корпоративного управління став Указ Президента України «Про заходи щодо розвитку корпоративного управління в акціонерних товариствах» від 21 березня 2002 року № 280/2002. Очолила цю роботу ДКЦПФР - державний орган, на який, згідно з чинним законодавством, покладено обов'язки захисту прав інвесторів, методологічне забезпечення розвитку корпоративного управління.

Метою прийняття Принципів корпоративного управління є викладення на підставі загальноприйнятих міжнародних стандартів корпоративного управління та з урахуванням національних особливостей і досвіду принципів та рекомендацій, необхідних для удосконалення практики корпоративного управління в Україні. Цей документ містить важливі принципи та рекомендації щодо якісного та прозорого управління товариством, дотримання яких має допомогти товариствам у підвищенні їх інвестиційної привабливості та конкурентоспроможності.

### **Національні принципи корпоративного управління**

До ключових принципів, які сформульовані у проекті документа і на яких мають розвиватися корпоративні відносини в Україні, належать:

#### **Принцип 1. Мета товариства**

Мета товариства полягає у максимізації добробуту акціонерів у вигляді зростання ринкової вартості акцій товариства, а також отримання акціонерами дивідендів.

#### **Принцип 2. Права акціонерів**

Товариство повинно забезпечувати захист прав та законних інтересів акціонерів та рівне ставлення до всіх акціонерів, незалежно від того, чи є акціонер резидентом України, кількості акцій, якими він володіє, та інших факторів.

#### **Принцип 3. Спостережна рада і виконавчий орган**

Ефективне управління потребує наявності у корпоративній структурі товариства дієвої, незалежної спостережної ради та ефективного виконавчого органу (менеджменту), раціонального та чіткого розподілу повноважень між ними, а також належної системи підзвітності та контролю. Система корпоративного управління повинна створювати необхідні умови для своєчасного обміну інформацією та ефективної взаємодії між спостережною радою та виконавчим органом. Органи товариства та їх посадові особи повинні діяти добросовісно та розумно в інтересах товариства.

#### Принцип 4. Розкриття інформації та прозорість

Товариство повинно своєчасно та доступними засобами розкривати повну і достовірну інформацію з усіх суттєвих питань, що стосуються товариства, з метою надання можливості користувачам (акціонерам, кредиторам, потенційним інвесторам тощо) приймати рішення, що засновуються на всебічній поінформованості.

#### Принцип 5. Контроль за фінансово-господарською діяльністю товариства

З метою захисту прав та законних інтересів акціонерів товариство повинно забезпечити комплексний, незалежний, об'єктивний та професійний контроль за фінансово-господарською діяльністю товариства.

#### Принцип 6. Заінтересовані особи

Товариство повинно поважати права та враховувати законні інтереси заінтересованих осіб (тобто осіб, які мають легітимний інтерес у діяльності товариства і до яких передусім належать працівники, кредитори, споживачі продукції товариства, територіальна громада, на території якої розташоване товариство, а також відповідні державні органи та органи місцевого самоврядування) та активно співпрацювати з ними задля створення добробуту, робочих місць та забезпечення фінансової стабільності товариства.

Принципи корпоративного управління є свого роду посібником, який дає відповіді на питання - як українським підприємствам подолати «кризу довіри» вітчизняних та іноземних інвесторів та як залучати фінансові ресурси на вітчизняному і на міжнародних фондових ринках?

Документ містить у собі найкращі стандарти та правила, які домінують в усьому світі на фінансових ринках і дотримання яких є однією з необхідних умов залучення інвестицій. Питання корпоративного управління є важливими для всіх видів товариств, однак найбільшу актуальність вони мають для підприємств, які відчувають гостру потребу у фінансових ресурсах.

Окрім того, Принципи корпоративного управління дають відповіді не тільки на питання, як мобілізувати капітал, але й яким чином здійснювати належний контроль за його ефективним використанням. Відповідь на це питання є ключовим завданням корпоративного управління і обумовлена проблемою, яка виникла внаслідок розмежування функцій власності та управління і необхідністю приділення належної уваги захисту прав інвесторів в умовах, коли одні особи володіють товариством, а інші ним управляють.

З огляду на це Принципи корпоративного управління адресовані, в першу чергу, тим українським підприємствам, яким потрібні інвестиції і які готові для їх залучення відповідати найвищим стандартам корпоративного управління. Потенційно — це відкриті акціонерні товариства, акції яких купуються та продаються на організованому фондовому ринку. Разом з тим документ містить універсальні принципи та рекомендації щодо ефективного управління товариством. Тому його положення можуть застосовувати як акціонерні товариства, так й інші види товариств у частині, яка відповідає нормам чинного законодавства, що регулює їх діяльність.

Принципи корпоративного управління в Україні мають рекомендаційний характер та розраховані на добровільне застосування.

Головним стимулом щодо їх дотримання товариствами є економічна доцільність та об'єктивно існуючі вимоги ринку щодо залучення інвестицій. Базуючись на положеннях цього документа та індивідуальних особливостях, акціонерні товариства повинні гнучко запроваджувати власні системи корпоративного управління, постійно їх оцінювати і вдосконалювати.

## **2.2. Оцінка ефективності корпоративного управління**

Сучасна українська модель корпоративного управління, яка склалася під впливом національних історичних, політичних, економічних і культурних традицій характеризується низкою особливостей з присутністю компонентів усіх традиційних моделей, такі як: відносна розпиленість власності (за умов відсутності ліквідного фондового ринку, низького рівня розкриття інформації та низької активності інституціональних інвесторів); стійка тенденція до концентрації власності та контролю (за відсутності відповідального ефективного власника, уваги до дрібних акціонерів, адекватного фінансування й ефективного моніторингу); елементи перехресних володінь і формуванням складних корпоративних структур різного типу (за відсутності переваг щодо будь-якого типу). Така розмитість і недієздатність механізмів діючої моделі функціонування акціонерних товариств є наслідком прогалин у правовому регулюванні корпоративних відносин, що створює «кризу довіри» вітчизняних та іноземних інвесторів і не сприяє залученню фінансових ресурсів на фондові ринки.

В умовах глобалізації корпоративне управління розглядається як стимулюючий чинник національного розвитку та необхідна вимога існування в умовах міжнародного конкурентного середовища, а його якість

виходить на перший план. Сьогодні багато країн розглядають корпоративне управління як невід'ємну складову ринкової економіки, умови для розвитку приватного підприємництва, засіб підвищення конкурентоспроможності на міжнародних ринках та поліпшення показників економічної діяльності у цілому [32].

Аналіз досліджень *якості корпоративного управління* акціонерними товариствами підтвердив чіткий зв'язок між рівнем управління та інвестиційними ризиками. Принцип доволі простий: інвестуйте грошові кошти в компанії з високим рівнем керованості.

**Якість корпоративного управління** в дослідженні визначається як інвестиційний критерій, як ступінь, до якого сукупність власних характеристик складної системи відносин між учасниками корпоративного управління задовольняє вимоги. Забезпечення рівноваги впливу та балансу інтересів учасників корпоративних відносин (акціонерів, у тому числі крупних і міноритарних, власників привілейованих і простих акцій, працівників, споживачів, державних органів, органів управління, кредиторів, громадськості тощо) відносно управління діяльністю товариства підвищує його конкурентоспроможність і економічну ефективність [33].

Це пов'язано з тим, що товариство не може існувати незалежно від суспільства, в якому воно функціонує, і кінцевий успіх його діяльності залежить від внеску всіх заінтересованих осіб.

Для оцінки якості корпоративного управління пропонується використовувати **рейтинг якості корпоративного управління**, під яким розуміємо *інтегрований показник*, який поєднує різнобічні властивості складної системи корпоративного управління і застосовує для діагностики якості корпоративного управління, прогнозуючі інвестиційні ризики [33].

Однією з перших розробок у галузі оцінки системи корпоративного управління є рейтинг міжнародного агентства «Standard and Poor's»,



здійснений у співробітництві з Московською міжнародною валютною біржею.

Використовуючи відповідну методологію, служба рейтингу й оцінки корпоративного управління «Standard and Poor's» запропонувала аналіз взаємодії між керівником компанії, радою директорів, акціонерами й іншими зацікавленими особами. Уперше цей рейтинг було використано для оцінки підприємств корпоративного сектора російської економіки, оскільки міжнародна спільнота мала сумніви щодо дотримання російськими компаніями правил належного корпоративного управління та захисту прав інвесторів.

Інший рейтинг корпоративного управління, відомий як «CORE-рейтинг», запропонував російський Інститут корпоративного права і управління (ІКПУ). Розробка методики проводилася фахівцями ІКПУ за участі членів Blue Ribbon Panel — Експертної ради, до якої входять західні та російські фахівці в галузі корпоративного управління, глави найбільших інвестиційних фондів, експерти Світового банку, Міжнародної фінансової корпорації, Європейського банку реконструкції та розвитку.

Оцінка стану корпоративного управління в компанії здійснюється за 200-бальною шкалою, від 1 (найнижчий рівень) до 200 (найвищий рівень) балів, за такими параметрами:

- політика компанії в галузі розкриття інформації;
- структура акціонерного капіталу;
- діяльність ради директорів і менеджменту компанії;
- ризики корпоративного управління в компанії (розмивання капіталу,
- трансферне ціноутворення, виведення активів, реорганізація і т.п.);
- права акціонерів;
- історія корпоративного управління компанії.

Серед західних рейтингових систем найбільш відома система оцінки компанії «Брансвік Варбург», яка розробила шкалу оцінки ризиків компаній за рівнем у них корпоративного управління. Чим вищий ризик, тим більший бал отримує компанія за такими показниками, як нерозкриття інформації про компанію; розмивання акціонерного капіталу; банкрутство; виведення активів через трансферне утворення; злиття/реструктуризація; відносини керівництва компанії зі сторонніми акціонерами; обмеження на придбання у володіння акцій компанії; якість і надійність реєстратора.

Загальновизнано, що використання рейтингових оцінок характеризує якість корпоративного управління і оцінює інвестиційний ризик.

На основі методики, розробленої д-ром екон. наук, професором Т. В. Момот, пропонуємо здійснювати оцінку якості корпоративного управління акціонерних компаній [34]. Ця методика враховує найкращу світову практику корпоративного управління та адаптована до сучасних умов. Сутність запропонованої методики рейтингової оцінки якості корпоративного управління полягає у кількісному відображенні факторів, що впливають на мотивацію прийняття інвестиційних рішень, і оцінки інтенсивності впливу цих факторів. Основним призначенням агрегованого рейтингу якості корпоративного управління є ранжування і типологія акціонерних товариств (і холдингових компаній у тому числі) за якістю корпоративного управління з метою мінімізації ризику інвестування.

Математично визначення рейтингу якості корпоративного управління  $j$ -го акціонерного товариства означає перехід від певної множини ознак  $x_i$ , що характеризують властивості корпоративного управління і подаються вектором  $x_j = x_1, x_2, \dots, x_m$ , до однієї максимально інформативної оцінки  $G_j$  за визначений період часу або станом на певну дату, використовуючи формулу:

$$G_j = \sum_{i=1}^n (x_i \times w_i) \quad (2.1)$$

де  $x_i$  — компонента рейтингу якості корпоративного управління;

$w_i$  — питома вага компоненти рейтингу якості корпоративного управління.

Геометрично така оцінка інтерпретується як точка у багатовимірному просторі, координати її вказують на масштаб або позицію *j-go* акціонерного товариства.

Ознакову множину моделі рейтингу якості корпоративного управління сформовано з показників, що відображають різні аспекти корпоративного управління акціонерним товариством (рис. 2.1).

Базуючись на синтезі найкращих стандартів та правил корпоративного управління, які домінують в усьому світі на фінансових ринках і дотримання яких є однією з необхідних умов залучення інвестицій (а саме: International Corporate Governance Network (ICGN), the World Bank, the Organization for Economic Cooperation and Development (OECD)), головних орієнтирах кодексів кращої практики корпоративного управління (Combined Code in the UK, the Kodex in Germany, etc.), досвіді проведення подібних рейтингових оцінок провідними агенціями світу Standard & Poor's у Російській Федерації, оцінювання якості корпоративного управління запропоновано провести через інтегральну оцінку первинних показників згрупованих за схемою за такими компонентами:

- (x1) — розкриття інформації і прозорість;
- (x2) — права акціонерів;
- (x3) — структура акціонерного капіталу;
- (x4) — діяльність наглядової ради;
- (x5) — діяльність виконавчого органу;
- (x6) — контроль за фінансово-господарською діяльністю товариства;

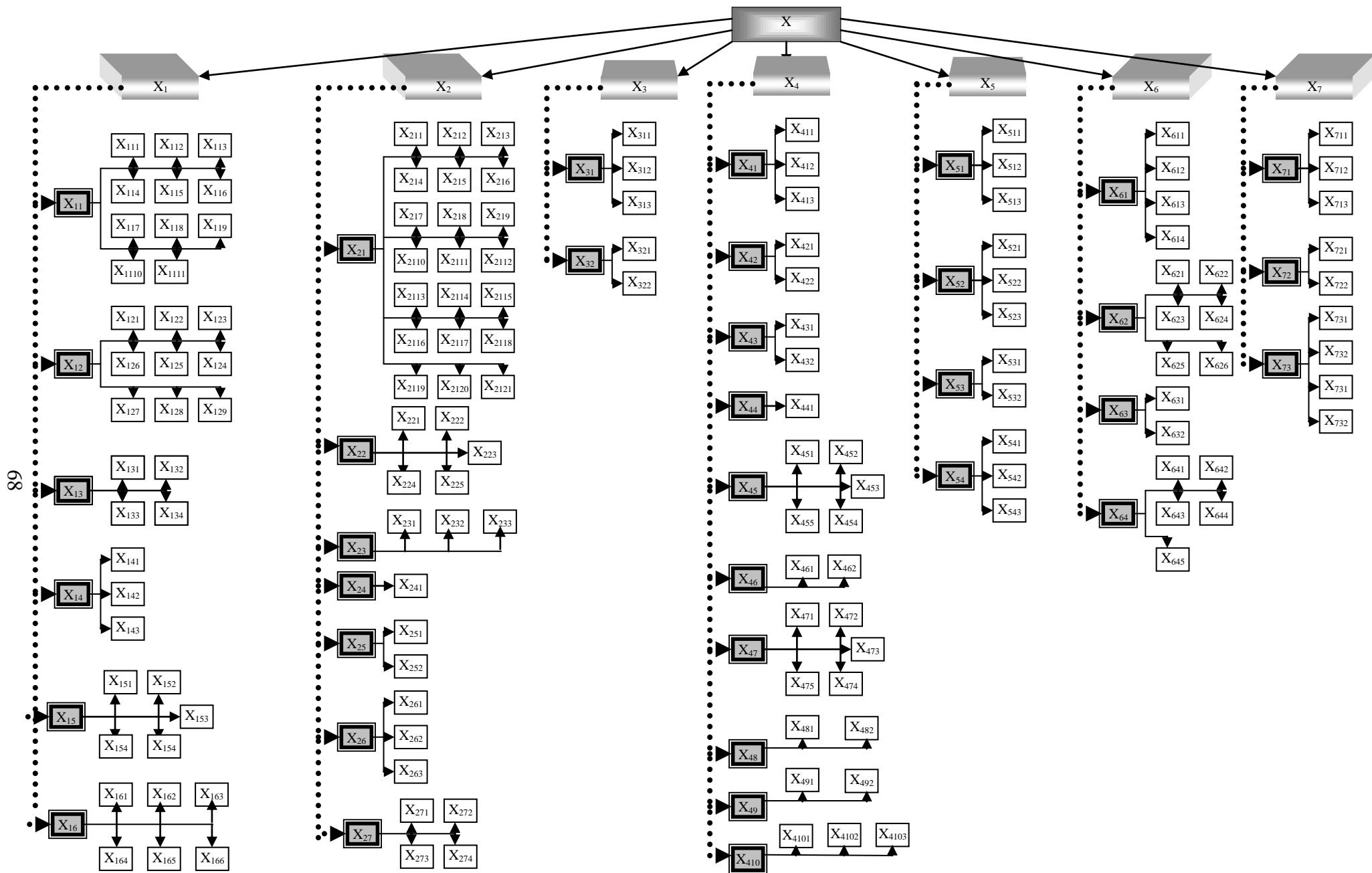


Рис. 2.1. Структура інтегрального показника рейтингу якості корпоративного управління

(х7) — дотримання інтересів інших зацікавлених сторін і корпоративна соціальна відповідальність.

Запропонована методика дозволяє створити ефективну систему управління якістю корпоративного управління з метою встановлення довгострокового партнерства за принципами TQM. При цьому система управління якістю корпоративного управління має будуватися на засадах загальної участі усіх заінтересованих осіб у процесі забезпечення якості корпоративного управління, що потребує оптимізації власної сфери роботи всіх учасників, відточене співробітництво всіх учасників єдиного процесу; систематичного зменшення невідповідностей власних характеристик системи корпоративного управління вимогам стандартів кожною групою заінтересованих осіб.

Поряд із цим підвищення якості корпоративного управління стане важливим кроком на шляху створення сприятливого інвестиційного середовища, забезпечить відчутний соціальний ефект, дасть змогу отримати кошти, необхідні для реалізації агресивної політики динамічно зростаючої компанії, що підвищить конкурентоспроможність національної економіки в цілому.

Застосовуючи запропоновану методику розрахунку рейтингу якості корпоративного управління на прикладі вітчизняної будівельної холдингової компанії та її корпоративних підприємств, автори виявили цілу сукупність недоліків корпоративного управління цієї структури, основні з яких полягають у наступному:

- непрозора процедура відмови щодо включення пропозиції акціонера;
- присутні обмеження щодо голосування;
- невідповідність регулярної фінансової звітності міжнародним стандартам бухгалтерського обліку;
- неперіодичне звітування перед акціонерами (на деяких підприємствах);

- відсутність критеріїв оцінки діяльності виконавчого органу;
- неоприлюднення інформації про розмір і форми винагороди у річному звіті;
- нерегулярність засідань наглядової ради на рік;
- відсутня практика підвищення професійного рівня членів ради;
- відсутня практика залучення консультантів;
- до компетенції наглядової ради не відноситься перевірка достовірності річної та квартальної фінансової звітності до її оприлюднення та (або) подання на розгляд загальних зборів акціонерів;
- відсутність у складі наглядової ради незалежних членів;
- невідповідність членів наглядової ради вимогам незалежності;
- відсутній механізм стимулювання діяльності членів ради;
- неоприлюднення інформації про індивідуальний або сукупний розмір та форму винагороди членів наглядової ради;
- відсутній комітет з питань фінансів та інвестицій, комітет з питань призначень та винагород товариства, тимчасові комітети;
- відсутня посада корпоративного секретаря;
- відсутність у товаристві кодексу корпоративного управління ( на всіх корпоративних підприємствах);
- відсутнє положення про інформаційну політику акціонерного товариства;
- відсутність положення про інсайдерську інформацію;
- відсутність переліку документів для ознайомлення заінтересованим особам;
- відсутність порядку ознайомлення з цими документами;
- тип найбільшого акціонера — комунальна власність;

- відсутність інформації про право вимагати обов'язкового викупу акцій;
- відсутність незалежного зовнішнього аудиту майже на половині підприємств;
- незалежний зовнішній аудитор залучається не на всіх товариствах;
- відсутність зовнішнього аудитора у роботі річних загальних зборів акціонерів.

Усі зазначені недоліки негативно впливають на діяльність корпоративних підприємств, а також, безпосередньо, і на ефективність діяльності холдингової компанії. Підвищення інтегрального показника якості корпоративного управління на один пункт при незмінних інших параметрах моделі призводить до збільшення вартості до 4 % [33]. Отже, капіталізація холдингової компанії позитивно залежить від інтегрального показника якості корпоративного управління як головної компанії, так і корпоративних підприємств. Упровадження ефективної системи корпоративного управління підвищує фінансові показники, інвестиційну привабливість і надає додаткові конкурентні переваги.

Аналіз ефективності корпоративного управління за допомогою рейтингових оцінок дозволяє оцінити реальний стан справ у галузі корпоративного управління як у компаніях, так і в країнах з ринковою і перехідною економікою.

### **2.3. Особливості корпоративного управління в холдингових компаніях**

Необхідність усебічного дослідження діяльності холдингових компаній обумовлена тим, що існування цього виду інтегрованих

корпоративних структур забезпечує можливість організації централізованого управління діяльністю бізнес-одиниць на основі корпоративних відносин, що передбачають реалізацію прав власників та врахування їх стратегічних інтересів.

Для холдингових структур, крім класичних проблем установлення балансу інтересів трьох груп учасників — акціонерів, менеджерів та інших стейкхолдерів, найчастіше перше місце займає проблема ефективного внутрішньохолдингового управління. При цьому система корпоративного управління холдингової компанії містить у собі взаємодію відразу декількох рівнів корпоративних учасників: загальних зборів акціонерів, ради директорів, виконавчих органів материнської компанії та аналогічних органів управління численних корпоративних підприємств [35].

Перед побудовою системи корпоративного управління в холдинговій компанії в більшості випадків необхідно врахувати дві обставини.

По-перше, часто необхідною умовою створення ефективної системи корпоративного управління є зміна самої структури холдингової компанії. Так, реструктуризація холдингової компанії є необхідною при існуванні декількох де-факто афілійованих компаній, що брали участь у єдиному виробничому процесі. Подібні групи компаній активно створювалися й у процесі приватизації державних підприємств їх менеджментом та в епоху бартеру з метою реалізації складних залікових схем, і в ході процесів, що відбувалися — поглинання постачальників і конкурентів.

Найпоширенішим варіантом реструктуризації, спрямованої на формування прозорих корпоративних структур, є створення корпоративного центру. Під «корпоративним центром» у цьому випадку розуміємо спеціально створену головну компанію холдингової компанії. У ролі корпоративного центру можуть виступати:

— товариство з обмеженою відповідальністю, рідше — закрите акціонерне товариство (у цьому випадку власники холдингової компанії



ставлять перед собою мету обмежити можливість розмивання структури власності, мінімізувати витрати на розкриття інформації, спростити процедуру прийняття управлінських рішень);

— відкрите акціонерне товариство (цей варіант застосовується, наприклад, у випадку реалізації стратегії по залученню значних інвестицій, виходу на міжнародні ринки позикового капіталу, продажу бізнесу на ринкових умовах);

— довірчий керуючий (схема використовується як тимчасова, створена або на період формування корпоративного центру у вигляді юридичної особи або у зв'язку з необхідністю більш тісної координації зусиль групи власників, наприклад, у випадку погрози недружнього поглинання).

Додатковим елементом корпоративного центру може бути керуюча компанія/керуючий — юридичне або фізична особа, якому передані повноваження одноособових виконавчих органів товариств, що входять до складу холдингової компанії. Разом з тим, треба розуміти, що самостійним корпоративним центром керуюча компанія бути не може через відсутність у неї повноважень власника відносно корпоративних підприємств.

Незважаючи на те, що реструктуризовані за вищезгаданою схемою холдингові компанії мають більшу стабільність перед недружніми поглинаннями або корпоративним шантажем, сам процес реструктуризації передбачає певні ризики. Дотримання корпоративних процедур донедавна не було пріоритетним завданням для більшості бізнес-структур. До числа найпоширеніших порушень на етапі формування інтегрованих корпоративних структур віднесемо:

- порушення при приватизації й акціонуванні державних підприємств;
- розміщенні емісійних цінних паперів;

- зменшенні чистих активів господарчих товариств через вивід активів і т. і.

Що характерно, подібні порушення виявляються найчастіше безпосередньо в процесі складних корпоративних процедур, проведених з метою впорядкування структури холдингової компанії — і державні органи відмовляють у реєстрації створюваних юридичних осіб або випусків цінних паперів. Разом з тим, таких ситуацій можна уникнути шляхом здійснення попереднього юридичного обстеження асоційованих господарських товариств. Так, у деяких випадках формування ефективної холдингової компанії виявляється неможливим унаслідок допущених у свій час істотних порушень законодавства при створенні й діяльності юридичних осіб, які є учасниками портфеля корпоративних підприємств холдингової компанії.

Іншою перешкодою на шляху формування холдингової компанії можуть стати різні стейкхолдерські групи — акціонери, кредитори, працівники компанії, яка реструктуризується. Вагоме місце при цьому займає питання стабільності процесу реструктуризації при ризиках, які виникають (risk management). Хоча, при цьому часто не беруть до уваги те, що стабільність схеми реструктуризації полягає в її підтримці з боку широкого кола зацікавлених осіб, яка в більшості випадків досягається максимально повним розкриттям інформації.

#### *Формалізація процесів корпоративного управління*

При формуванні системи корпоративного управління необхідно розв'язати низку принципових проблем. Ключове питання полягає в тому, що участь материнської компанії в управлінні своїми корпоративними підприємствами може бути організовано двома принципово різними способами:

— *перший варіант* — припускає керівництво корпоративними підприємствами безпосередньо через генерального директора при мінімальній кількості корпоративних процедур. Однак практика показала

низьку ефективність і ненадійність такої системи, тому що вона, як правило, зводиться лише до оперативного керування корпоративними підприємствами. Крім того, для цієї системи характерні високі ризики опортуністичної поведінки менеджменту корпоративних підприємств;

— *другий варіант* — полягає в побудові багаторівневої системи корпоративного управління і припускає послідовну взаємодію всіх органів управління холдингової компанії — від загальних зборів акціонерів материнської компанії до виконавчих органів корпоративними підприємствами. Добре налагоджена, така система дозволяє материнській компанії ефективно координувати діяльність усіх корпоративних підприємств, забезпечуючи при цьому інтереси всіх зацікавлених сторін.

У цей час усе більша кількість холдингових компаній переходять саме до другого варіанта управління корпоративними підприємствами.

#### *Рівень оптимального корпоративного контролю*

Особливо гостро постає проблема корпоративного управління в холдингових компаніях з великою кількістю компаній різних за профілем діяльності та структурою власності. Саме в таких холдингових компаніях виникає безліч питань, пов'язаних з тим, як визначити напрямки і ступінь оптимального контролю діяльності підприємств холдингової компанії, побудувати ефективну систему корпоративного управління.

Розподіл функціональних обов'язків між холдинговою компанією і корпоративними підприємствами — найважливіша складова корпоративного управління холдингової компанії. Ступінь централізації функцій управління залежить від специфіки конкретної холдингової компанії, цілей корпоративного управління, умов ведення бізнесу кожного окремого корпоративного підприємства, у тому числі його територіальної віддаленості від холдингової компанії, профілю діяльності та ін.

У свою чергу, якщо діяльність корпоративного підприємства представляє стратегічні інтереси холдингової компанії і включається в

загальний виробничий процес разом з іншими корпоративними підприємствами, ступінь контролю їх діяльності повинен бути досить високим. Якщо ж корпоративне підприємство займається видом діяльності, який не є профільним для холдингової компанії, ефективно функціонує і приносить стабільний дохід, необхідності в його жорсткому поточному контролі немає. Досить обмежитися спостережливими функціями і надати максимальну автономність від холдингової компанії.

Отже, корпоративні процедури не повинні заважати менеджменту корпоративних підприємств здійснювати поточне керівництво діяльністю, корпоративне управління має на увазі розумний розподіл функцій між загальними зборами акціонерів, радою директорів і виконавчими органами як холдингової компанії, так і корпоративними підприємствами.

Прикладом неефективності корпоративного управління в частині розподілу повноважень між органами управління корпоративних підприємств може служити процедура здійснення угоди, яка часто має на увазі її схвалення не тільки вищим органом управління (радою директорів) корпоративного підприємства, але й органами управління холдингової компанії (здійснення такої угоди можуть зайняти кілька місяців).

Останнім часом простежується тенденція зниження рівня контролю холдингових компаній за діяльністю корпоративних підприємств: контроль над процесом замінюється контролем над кінцевим результатом.

#### *Дотримання єдиних стандартів корпоративного управління*

Крім принципів корпоративного управління, характерних для будь-якої акціонерної компанії (дотримання прав акціонерів і зацікавлених сторін, інформаційна відкритість, наявність ефективної ради директорів, чітке розмежування повноважень і відповідальності між органами управління компанії, прозора структура власності, наявність ефективної системи внутрішнього контролю), у холдинговій компанії можна виділити принцип дотримання єдиним стандартам корпоративного управління.

Єдині стандарти повинні забезпечувати реалізацію загальних стратегічних цілей холдингової компанії й сприяти зручності роботи органів управління як холдингової компанії, так і корпоративного підприємства, а також зниженню загальних витрат управління.

Єдині стандарти корпоративного управління включають:

- формування єдиної інформаційно-методичної бази корпоративного управління;
- впровадження єдиних стандартів організації бізнес-планування і бюджетування корпоративних підприємств;
- формування стандартів професійної діяльності членів рад директорів і ревізійних комісій корпоративних підприємств;
- впровадження загальної для холдингової компанії системи звітності й контролю.

#### *Механізми корпоративного управління*

Розглянемо, які особливості впливу холдингової структури бізнесу на систему корпоративного управління [36]:

1. Холдингова компанія як група осіб поєднує в собі безліч корпорацій, підприємств кожен з яких можна розглядати як об'єкт корпоративного управління, і які у взаємодії утворюють особливий об'єкт корпоративного управління — холдингову структуру. Відповідно виникають додаткові специфічні взаємозв'язки, взаємозалежності між різними групами інтересів, які склалися в корпоративних підприємствах.

2. Учасник холдингової компанії, який впливає на прийняття рішень іншими учасниками групи визначає стратегічні цілі, розробляє заходи щодо їх досягнення й контролю для холдингової компанії в цілому. Учасники холдингової компанії дотримуються єдиної стратегії розвитку.

3. На корпоративні відносини накладаються відносини економічної залежності між учасниками холдингової компанії, що має на увазі необхідність регламентації процедур взаємодій органів управління

холдингової компанії та корпоративних підприємств (регламентація діяльності генерального директора корпоративного підприємства, визначення структури організаційно-посадової інтеграції).

4. Необхідно враховувати інтереси міноритарних акціонерів корпоративних підприємств, які починають ідентифікувати себе не як власники суб'єктів господарювання і входять до складу холдингової компанії, а як власники частини холдингової компанії.

5. У холдингових компаніях зростає роль стейкхолдерів (співучасників) унаслідок таких причин:

- якщо холдингова компанія має транснаціональний характер (здійснює діяльність на території декількох держав), то вона повинна взаємодіяти з державними та регіональними органами;

- вітчизняні холдингові компанії часто мають бюджетоутворюючу функцію, тобто більша частина доходів бюджету регіону та муніципального бюджету формується за рахунок податкових виплат великих інтегрованих корпоративних структур. Таким чином, регіональні органи влади, муніципальні органи влади здійснюють тісну взаємодію з ІКС;

- великі холдингові компанії створюють багато нових робочих місць, що також становить інтерес для місцевих органів влади;

- кредитори охоче кредитують великі стійкі компанії, а також корпоративні підприємства, за які поручається холдингова компанія.

6. Холдингові структури, які адаптуються до зовнішнього середовища внаслідок своєї складної структури, піддаються процесам реструктуризації, оптимізації тощо. Прозорість системи розкриття інформації в цьому випадку набуває для акціонерів та інших зацікавлених осіб особливого значення.

7. У холдингових компаніях розширюються обов'язки ради директорів корпоративного підприємства: одним з його основних завдань стає здійснення контролю діяльності виконавчих органів корпоративних

підприємств з метою реалізації єдиної стратегії та інтересів холдингової компанії на рівні корпоративних підприємств.

Інтереси холдингової компанії в діяльності корпоративних підприємств реалізуються при розробці й реалізації політики (або програми) корпоративного управління, яка містить декілька наступних напрямків:

- формування і контроль за реалізацією стратегії розвитку корпоративних підприємств;
- планування і контроль фінансових результатів діяльності корпоративних підприємств, у т.ч. визначення напрямків і контроль розподілу прибутку;
- контроль фінансово-господарської діяльності корпоративних підприємств, у тому числі здійснення угод з активами цих підприємств;
- безперервне підвищення ефективності внутрішніх бізнес-процесів;
- забезпечення інвестиційної привабливості та зростання капіталізації корпоративних підприємств;
- формування і реалізація кадрової політики корпоративних підприємств та ін.

Форми реалізації вищенаведених напрямків можуть відрізнятися залежно від унікальних характеристик корпоративних підприємств і виражаються в застосуванні набору механізмів корпоративного управління.

Одним з найбільш ефективних механізмів корпоративного управління в холдинговій компанії є збільшення повноважень рад директорів корпоративних підприємств, до складу яких переважно входять представники холдингової компанії. Гарною альтернативою представникам холдингової компанії можуть стати корпоративні директори — професійні і незалежні члени рад директорів.

Повноваження генерального директора корпоративних підприємств у цьому випадку обмежуються статутом та трудовою угодою, а його діяльність регулярно контролюється радою директорів.

Іншим механізмом корпоративного керування холдингової компанії щодо корпоративних підприємств є обрання своїх представників до складу ревізійних комісій корпоративних підприємств, а також розширення сфери перевірок фінансово-господарської діяльності корпоративних підприємств.

Для реалізації цілей і завдань корпоративного управління холдингової компанії стосовно корпоративних підприємств часто необхідне перепроєктування їх організаційних структур, що передбачає перерозподіл і регламентацію повноважень і відповідальності посадових осіб у рамках здійснення корпоративного управління, оптимізацію бізнес-процесів корпоративної взаємодії.

Важливу роль у підвищенні ефективності корпоративного управління в холдинговій компанії відіграє впровадження системи мотивації посадових осіб холдингової компанії та корпоративних підприємств. Для цього формується набір показників, які характеризують ефективність діяльності посадових осіб між собою.

#### *Внутрішні бізнес-процеси корпоративного управління*

Найчастіше механізми корпоративного управління корпоративними підприємствами обмежуються участю холдингової компанії в управлінні корпоративними підприємствами через своїх представників в органах управління і контролю. Ці механізми можуть бути реалізовані в декількох внутрішніх бізнес-процесах корпоративного управління.

Під *внутрішнім бізнес-процесом корпоративного управління* розуміємо комплекс послідовних дій, організований відповідно до вимог і обмежень системи корпоративного управління в холдинговій компанії з установленими функціями і визначенням відповідальності кожного суб'єкта



процесу, які спрямовані на досягнення певного результату відповідно до завдань корпоративного управління.

Ці внутрішні бізнес-процеси корпоративного управління дозволяють холдинговій компанії ефективно брати участь у процесах планування, організації й контролю діяльності корпоративних підприємств. Також дуже важливо, щоб за допомогою перерахованих корпоративних процедур здійснювалися ретельно спланована організаційно-управлінська і економічна взаємодія корпоративних підприємств, які входять до складу холдингової компанії, обґрунтована кадрова політика, яка буде забезпечувати баланс інтересів усіх учасників корпоративного управління.

Таким чином, система корпоративного управління в холдинговій компанії повинна розглядатися широко, тобто як інтеграційна взаємодія всіх суб'єктів корпоративних відносин. Тільки в цьому випадку можливий гармонічний розвиток холдингової компанії.

Ще однією гострою проблемою є зловживання правами з боку учасників холдингової компанії, які мають дрібні пакети акцій, а відповідно, і невеликі права, що може завдати значної шкоди інтегрований корпоративній структурі. Подібна практика стає можливою, зокрема, у результаті застосування правового механізму угод із зацікавленістю. Основний обсяг повноважень відповідно до порядку схвалення угод із зацікавленістю належить загальним зборам акціонерів. Для холдингової компанії це означає автоматичне усунення головної компанії від прийняття важливих рішень, що забезпечують реалізацію єдиної довгострокової політики компанії. У той же час міноритарним акціонерам установлені норми можуть дати необґрунтовані переваги, що, в свою чергу, значно порушує баланс корпоративних інтересів.

У більшості економічно розвинених країн певні категорії угод, специфічні для холдингової компанії, просто виключені із числа угод із зацікавленістю, а коло осіб, що визнаються зацікавленими в здійсненні

угоди, значно звужене. Отже, до законодавства необхідно внести зміни, що стосуються порядку схвалення угод із зацікавленістю, які повинні враховувати особливості розподілу контрольних функцій між акціонерами холдингової компанії. Серед таких доповнень доцільно скасувати схвалення великих угод і угод із зацікавленістю в тих випадках, коли вони відбуваються між корпоративними підприємствами, а схвалення подібних угод, як правило, здійснює керівництво холдингової компанії.

С.І. Мармазова пише, що «до поняття управління в холдингу необхідно підходити із двох позицій, тобто розрізняти управління організаційно-правовою формою підприємницької діяльності, яка здійснюється через органи юридичної особи, мета якої — управління власністю і контрольними пакетами акцій (часток) і управління виробничо-господарською діяльністю підприємств, у тому числі інвестиційної». І далі: «холдинг — це спільна фінансова діяльність учасників при роздільній господарській діяльності» [37].

Не заперечуючи першу з процитованих тез, не можна погодитися із другою, що занадто вузько розуміє холдингове об'єднання тільки як спільну фінансову діяльність.

Холдингові компанії є механізмом управління власністю, який прийнято зводити до управління:

- пакетами акцій (частками участі в статутному капіталі) корпоративних підприємств;
- виробничо-господарською діяльністю корпоративних підприємств, включаючи інвестиційну, технологічну, кадрову, збутову та ін.;
- фінансовими потоками корпоративних підприємств.

Наведені вище елементи корпоративного управління — це інструменти встановлення корпоративного контролю, який пов'язаний із правом керувати власністю підприємств (акціями, частками участі), їх

виробничо-господарською діяльністю (шляхом володіння ліцензіями, технологіями, вихід компаній на нові ринки), фінансовими потоками.

Виходячи із цього доцільно виділити три форми корпоративного контролю:

1. акціонерний контроль або контроль над власністю (можливість забезпечити прийняття або відхилення рішень органами управління юридичної особи, у тому числі щодо питань формування персонального складу цих органів управління (ради директорів, колегіального виконавчого органу), призначення одноособового виконавчого органу. Акціонерний контроль у холдинговій компанії, таким чином, реалізується через можливість головної компанії сформувати персональний склад органів управління корпоративного підприємства);

2. виробничо-господарський контроль або контроль над підприємницькою діяльністю, виробництвом, реалізацією продукції, робіт, послуг (цей вид контролю характерний особливо для керуючих, вертикально інтегрованих холдингових компаній і відсутній, наприклад, у фінансових холдингових компаніях, де вони не впливають на виробничу діяльність корпоративних підприємств);

3. фінансовий контроль (виступає як забезпечення значного впливу на розподіл фінансових потоків корпоративних підприємств (грошових та інших обігових коштів)).

Управління в холдинговій компанії є різновидом корпоративного управління. Це набагато складніша система управління, ніж існуюча в автономній юридичній особі. Якщо механізм управління юридичної особи передбачає здійснення контролю у двох напрямках: для управління майном у сфері обігу і для внутрішнього управління юридичної особи, то механізм управління холдинговою компанією буде містити в собі ще й третій елемент — управлінський вплив усередині ІКС, що здійснюється центром холдингової структури — холдинговою компанією або керуючою компанією [5].

Управління холдинговою компанією — це механізм взаємодії учасників, за допомогою якого вони реалізують свої інтереси.

Стосовно інтегрованої структури холдингового типу доцільно виділити:

- внутрішніх учасників корпоративних відносин;
- суб'єктів, що належать до зовнішньої стосовно холдингової компанії інфраструктури.

До внутрішніх учасників корпоративних відносин стосовно холдингових компаній слід віднести:

- основне товариство — головна компанія;
- корпоративні підприємства;
- акціонерні товариства на правах асоційованого члена холдингової компанії;
- органи управління всіх учасників холдингової компанії;
- персонал корпоративних підприємств;
- акціонерів (учасників) корпоративних підприємств — учасників холдингової компанії, серед яких слід виділити власників великих пакетів акцій (часток участі), що забезпечують контроль над основним товариством холдингової компанії, а також акціонерів (учасників) корпоративних підприємств: мажоритарних і міноритарних.

Зовнішньою інфраструктурою інтегрованого об'єднання холдингового типу, що безпосередньо або опосередковано впливає на нього, є:

- держава і його територіальні утворення;
- кредитори корпоративних підприємств та інших учасників холдингової компанії;
- підприємницькі структури: організації, установи, громадяни, що мають відносини з корпоративними підприємствами (постачальники, споживачі, банки, клієнти, конкуренти холдингової компанії та корпоративних підприємств).

Інтереси перерахованих суб'єктів, як правило, не збігаються. Співвідношення інтересів, колізії цих інтересів визначаються низкою обставин, у тому числі ступенем контролю основного товариства над корпоративними, локалізацією контрольного пакета акцій (часток участі), внутрішнім розподілом між виробничо-господарськими функціями, сферою діяльності компанії (і, зокрема, ступенем уваги до неї держави), позицією топ-менеджерів, ціннісно-мотиваційними установками й іншими причинами об'єктивного та суб'єктивного характеру.

Розвиток холдингової компанії — складна форма організації бізнесу як поступального розвитку відповідно до діалектичного закону єдності та боротьби протилежностей і є, по суті, подоланням конструктивних протиріч суб'єктів корпоративних відносин і вирішення корпоративних конфліктів. Інша справа, якщо протиріччя, яке виникло, своєчасно не діагностовано, а інтереси учасників корпоративних відносин дуже відрізняються, а отже, ситуація перетворюється в тупикову. У цьому випадку такій інтегрованій структурі може загрожувати небезпека розвалу, а впливовим акціонерам — втрата управління і власності. Імовірно, що причина виникнення конфліктів криється в неадекватних механізмах управління, направлених на внутрішні цілі, які не узгоджені із основною стратегією холдингової компанії. Удосконалення діючих інструментів управління або пропозиція нових механізмів повинно допомогти розв'язанню описаної проблеми, усунути ґрунт для конфліктів і підвищити ефективність діяльності холдингових компаній. Саме тому питання управління і керованості корпоративних підприємств, взаємини великих інтегрованих структур з державою є одними із найактуальніших у правовому регулюванні діяльності підприємницьких об'єднань.

Дуже важливо розглядати проблему корпоративного управління в широкому змісті, тобто як взаємодію всіх перерахованих вище суб'єктів корпоративних відносин і представників зовнішньої інфраструктури, а не

тільки як внутрішні взаємини. Тільки в цьому випадку можна досягти гармонічного розвитку холдингової компанії в цілому. Не завжди і не всі інтереси суб'єктів корпоративних відносин можуть бути задоволені, але їх облік, координація інтересів повинні бути покладені в основу побудови системи корпоративного управління холдинговою компанією.

Найбільша вигода від інтеграції або синергетичний ефект можливі в разі обґрунтовано побудованої об'єднаної системи управління в холдинговій компанії. За зовнішньою «геніальною простотою» холдингової форми організації бізнесу повинні стояти ретельно сплановані правові, організаційно-управлінські й економічні механізми взаємодії юридичних осіб, кадрова політика, висока корпоративна культура, що забезпечують баланс інтересів усіх учасників холдингової компанії.

Отже, особливо гостро проблема корпоративного управління постає при інтеграції компаній до об'єднаної структури — холдингової компанії. Тенденція до поліпшення корпоративного управління обумовлена тим, що прозорість і керованість компанії підвищує ефективність її функціонування, залучаючи стратегічних партнерів і збільшуючи інвестиційну привабливість компанії. Відношення стратегічних партнерів й інвесторів до компанії складається не тільки з оцінки інформації про прибуток, долі ринку й інших фінансових факторів, але і з якісної оцінки рівня корпоративного управління.

## **РОЗДІЛ 3**

### **ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНЕ МОДЕЛЮВАННЯ ФУНКЦІОНУВАННЯ ХОЛДИНГОВИХ КОМПАНІЙ**

#### **3.1. Стратегічні цілі розвитку холдингових компаній за збалансованою системою показників**

Посилення процесів глобалізації разом із різким зростанням конкуренції практично у всіх галузях та наслідки економічного спаду обумовили необхідність оптимізації діяльності підприємства та посилення контролю над видатками. Особливо, це стосується великих підприємств — холдингових компаній, які через свої корпоративні підприємства здійснюють диверсифікований бізнес на різних ринках і реалізують стратегії розвитку відповідно до поставленої мети. Необхідність контролю буде різною і індивідуальною, що й обумовлює потребу в грамотному стратегічному плануванні та системі управління результативністю компанії.

Однією з найбільш відомих управлінських методик є збалансована система показників (BSC), яка розроблена професорами Р. Капланом і Д. Нортоном. BSC як стратегічний інструмент дозволяє пов'язати стратегічні цілі компанії, що характеризують поточну діяльність та результативність [38, 39].

За допомогою BSC керівники можуть оцінювати ефективність роботи компанії як за фінансовими, так і за іншими показниками, у тому числі ступенем задоволеності потреб клієнтів, ефективності внутрішніх процесів і обсягами інновацій. Традиційно, BSC містить показники, згруповані таким чином:

— фінансова перспектива (фінансово-економічні показники на рівні компанії або бізнес-напрямку, що відображають стратегічні цілі власників або акціонерів);

— перспектива ринок/клієнти (показники, що характеризують реакцію середовища на здатність компанії задовольняти потреби клієнтів для досягнення фінансових цілей);

— перспектива внутрішніх процесів (показники, що характеризують ефективність бізнес-процесів для досягнення цілей у вищезгаданих перспективах);

— перспектива співробітники/інфраструктура (показники здатності забезпечувати ефективність ключових бізнес-процесів за допомогою основних нематеріальних активів — компетентності та культури персоналу, управлінської і технологічної інфраструктури) (рис. 3.1).

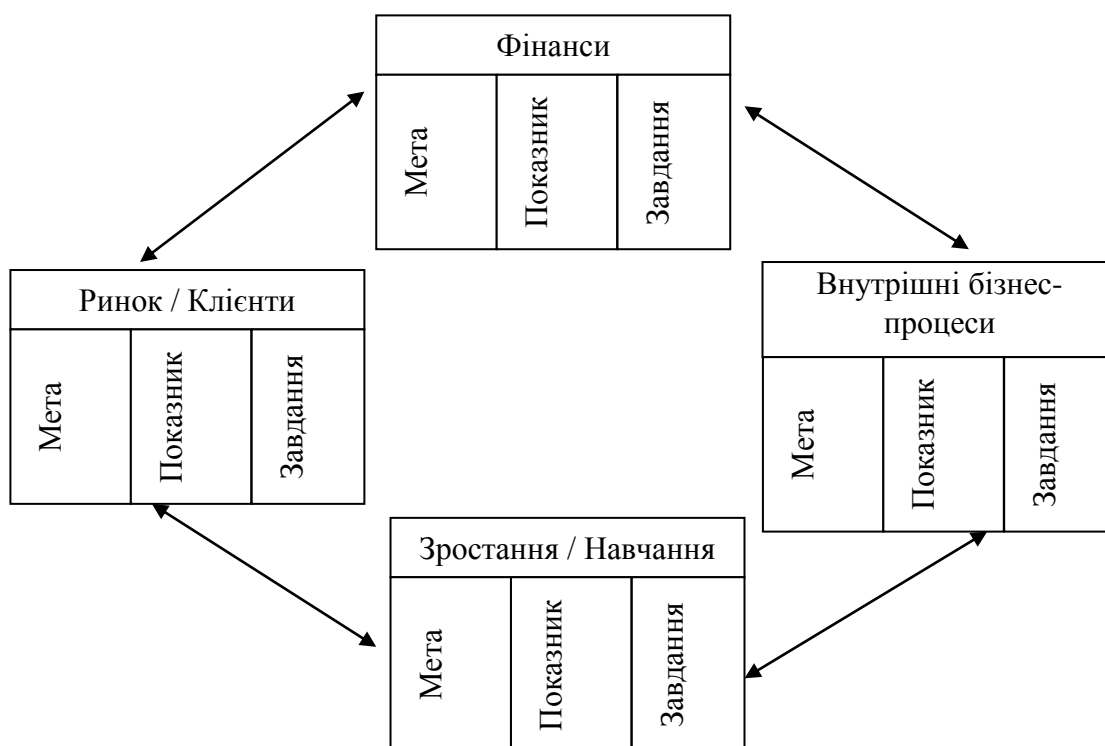


Рис. 3.1. Взаємозв'язок між показниками ефективності роботи компанії



В основі BSC лежать так звані «ключові показники ефективності», або KPI. Головна відмінність BSC від інших методів, що передбачають використання показників діяльності компанії, полягає в тому, що всі KPI, які входять до збалансованої системи орієнтовані на стратегічні цілі підприємства та взаємозалежні і згруповані за певними ознаками.

Збалансована система показників ефективності охоплює всі важливі напрямки діяльності підприємства. У класичному варіанті BSC їх чотири: фінанси, робота з клієнтами, внутрішні бізнес-процеси і керування персоналом. Однак залежно від компанії й умов зовнішнього середовища, що постійно змінюються, керівництво має можливість самостійно обирати напрями, що включаються до BSC.

Стратегічні цілі компанії необхідно розділити на функціональні цілі, які у свою чергу групуються за сферами і рівнями управління, тобто по компанії в цілому, окремим підприємствам, а іноді й за конкретними проектами (видам продукції).

Після того як функціональні цілі будуть сформовані, потрібно визначити для кожної з них критичні фактори успіху (КФУ), що являють собою фактори, від яких залежить досягнення функціональних цілей (наприклад, рентабельність продажів залежить від рівнів прибутковості, оборотності й витрат). Потрібно відзначити, що деякі компанії формують КФУ відразу після розробки стратегії або після опису функціональних цілей переходять безпосередньо до визначення KPI (наприклад, у компанії IBS у системі BSC немає рівня КФУ).

Для контролю над діяльністю компанії виходячи із КФУ необхідно визначити KPI. Вони можуть бути як абсолютними (обсяг продажів, прибутку, кількість клієнтів), так і відносними (рентабельність реалізації, доля ринку). Але для аналізу багатьох показників важливо не стільки виконання абсолютних значень, скільки визначення їх динаміки (наприклад, темп зростання дебіторської заборгованості).

Визначенням конкретних KPI, як правило, займаються менеджери, за якими закріплений той або інший напрямок. Щоб чітко розділити зони відповідальності менеджерів усіх рівнів за певні показники ефективності, фінансова структура компанії повинна бути прозорою. KPI доцільно використовувати як незалежні параметри, оскільки їх сукупність буде краще описувати бізнес-систему в цілому. Потрібно мати на увазі, що серед KPI не повинно бути встановлюваних параметрів.

Фінансові показники (EVA, FCF, обсяг дебіторської заборгованості і т.п.) можуть розглядатися окремо щодо кожного проекту, підрозділу або на одиницю використаних ресурсів (фінансових, людських) і т.п. [33]

Визначення значень KPI з необхідною періодичністю значною мірою залежить від ефективності системи аналізу інформації. Для підвищення ефективності системи потрібно інтегрувати систему автоматизації BSC з існуючими на підприємстві інформаційними системами. Це забезпечить автоматичне одержання даних, необхідних для підрахунку KPI, з існуючих бухгалтерських, виробничих і аналітичних систем. Крім того, з'явиться можливість узгодження стратегічних цілей компанії із середньостроковими і оперативними, що, в свою чергу, дасть можливість відстежувати зміни KPI у короткостроковому плані, залежно від прийняття тих чи інших стратегічних рішень.

Після того як усі KPI сформовано, їх поєднують у групи по компанії в цілому, окремих підприємствах або за проектами. Спрощена схема взаємозв'язку KPI з КФУ у блоці «Фінанси» наведена на рис. 3.2.



Рис. 3.2. Взаємозв'язок КРІ та КФУ в системі BSC

Отже, при застосуванні BSC основна увага фокусується на стратегічному управлінні. У дослідженні *стратегічне управління акціонерним товариством* будемо розглядати як систему принципів та методів розроблення і реалізації системи дій і рішень вищого керівництва акціонерного товариства, спрямованих на максимальне використання його потенційних можливостей у процесі формування, будувannya та впровадження корпоративної стратегії задля здобуття конкурентних переваг, позиції тривалої життєздатності та примноження власності акціонерів [84].

За своєю сутністю стратегія акціонерного товариства являє собою узагальнену та інтегровану модель, що спрямовує діяльність акціонерного товариства, виходячи з майбутніх умов, на базі існуючого виробничого

потенціалу. У практиці стратегічного управління часто стратегію формують на базі головних цілей діяльності акціонерного товариства. При цьому місію розглядають як головну причину існування акціонерного товариства, що дозволяє керівництву мати цілісне уявлення про результативність діяльності компанії.

Процес розробки збалансованої системи показників корпоративних структур базується на стратегії. Так, за А.Томпсоном та А. Дж. Стріклендом, корпоративна стратегія визначається як загальний план управління диверсифікованою компанією, що описує дії щодо досягнення певних позицій у різних галузях і підходи до управління окремими видами діяльності [41].

Відомий професор Гарвардської бізнес-школи та експерт у сфері стратегічного управління визначає корпоративну стратегію як створення унікальної та утворюючої вартість ринкової позиції за рахунок дії цілої серії диференційованих видів діяльності.

Алгоритм її розробки полягає у наступному.

Першим етапом розробки стратегії є формування місії корпоративної структури. Місія повинна надихати на зміни, бути зрозумілою та розрахованою на довгострокову перспективу. Місія не залежить від часу.

Другим етапом є розробка бачення корпоративної структури. Воно відображає довгострокову мрію компанії і вказує, куди треба йти, щоб реалізувати цю мрію. Бачення залежить від часу і пов'язане із стратегічними цілями і показниками результативності.

Третій етап — це встановлення цінностей корпоративної структури, тобто базових принципів, якими керується компанія. Вони відображають глибокі переконання в організації та проявляються в поведінці всіх її працівників. Основні цінності компанії не повинні змінюватись.

Четвертий етап — це визначення ключових факторів успіху корпоративної структури, тобто тих факторів, які відповідають за успіх і виживання організації.

П'ятим етапом є проведення аналізу маркетингового середовища корпоративної структури. Такий аналіз передбачає дослідження макросередовища та мікросередовища компанії.

Аналіз макросередовища компанії включає в себе дослідження впливу на неї наступних факторів: демографічних, природних, економічних, технологічних, політичних, правових, соціальних, культурних, конкурентних. Окремо взяте підприємство не може мати на них ніякого впливу. Для проведення такого аналізу використовують такі методичні підходи, як методика STEP або PEST — аналізу, методика аналізу ЕТОМ, методика аналізу QUEST.

Аналіз мікросередовища компанії складається із дослідження впливу таких його елементів, як споживачі, постачальники, конкуренти, посередники, суспільство в цілому та контактні аудиторії. Указані елементи для компанії в значній мірі є контрольованими.

Аналіз внутрішнього середовища компанії включає в себе дослідження самого підприємства, його цілей, організаційної структури, персоналу, частково власників капіталу та низки інших внутрішніх факторів. Особливістю факторів внутрішнього середовища є те, що всі вони є контрольованими; саме тому компанія визначає їх характеристики.

Для проведення аналізу мікросередовища та внутрішнього середовища корпоративної структури використовують такі методи: SWOT — аналіз, конкурентний аналіз, методика вибору та оцінки факторів привабливості ринку для компанії, модель життєвого циклу товару, модель аналізу бізнес — портфеля «Бостон Консалтинг Груп» (БКГ), методика оцінки портфеля за моделлю General Electric, методика оцінки за моделлю кривої досвіду, модель можливостей розвитку товару / ринку І. Ансоффа,

модель GAP — аналізу, методика аналізу конкурентних сил М. Портера, модель PIMS, ABC — аналіз, аналіз факторів створення вартості, аналіз ланцюга створення вартості, модель досягнення задоволеності клієнтів [42, 43].

Набір методів і методик, що використовуються для проведення стратегічного аналізу, визначається менеджерами виходячи із конкретної ситуації.

За результатами стратегічного аналізу та з урахуванням місії, бачення, цінностей та ключових факторів успіху компанії приймається остаточний варіант стратегії, який є основою для подальшої розробки збалансованої системи показників. У ході проведення останньої визначаються цілі, показники результативності, їх цільові значення та дії щодо вдосконалення за всіма складовими (фінанси, клієнти, внутрішні бізнес-процеси, персонал).

Викладене свідчить, що компанії повинні приділяти велику увагу розробці стратегії з метою побудови на її основі збалансованої системи показників, яка дасть можливість об'єднати бізнес-підрозділи, колектив та кожного робітника для досягнення загальних цілей компанії. Тобто перетворити в компанію, орієнтовану на стратегію, в якій усі основні процеси менеджменту, такі як планування, розподілення ресурсів, формування бюджету, періодична звітність та наради менеджерів були орієнтовані на загальну стратегію корпоративної структури.

Формування і побудова стратегії розвитку корпоративного підприємства холдингової компанії пропонується починати з побудови стратегічної карти цілей корпоративного підприємства. Вона передбачає визначення стратегічних цілей розвитку корпоративного підприємства та критичних факторів успіху, що визначають ступінь їх досягнення, які, в свою чергу, розкладаються на KPI. Стратегічна карта цілей будівельного корпоративного підприємства, представлена на рис. 3.3, побудована у

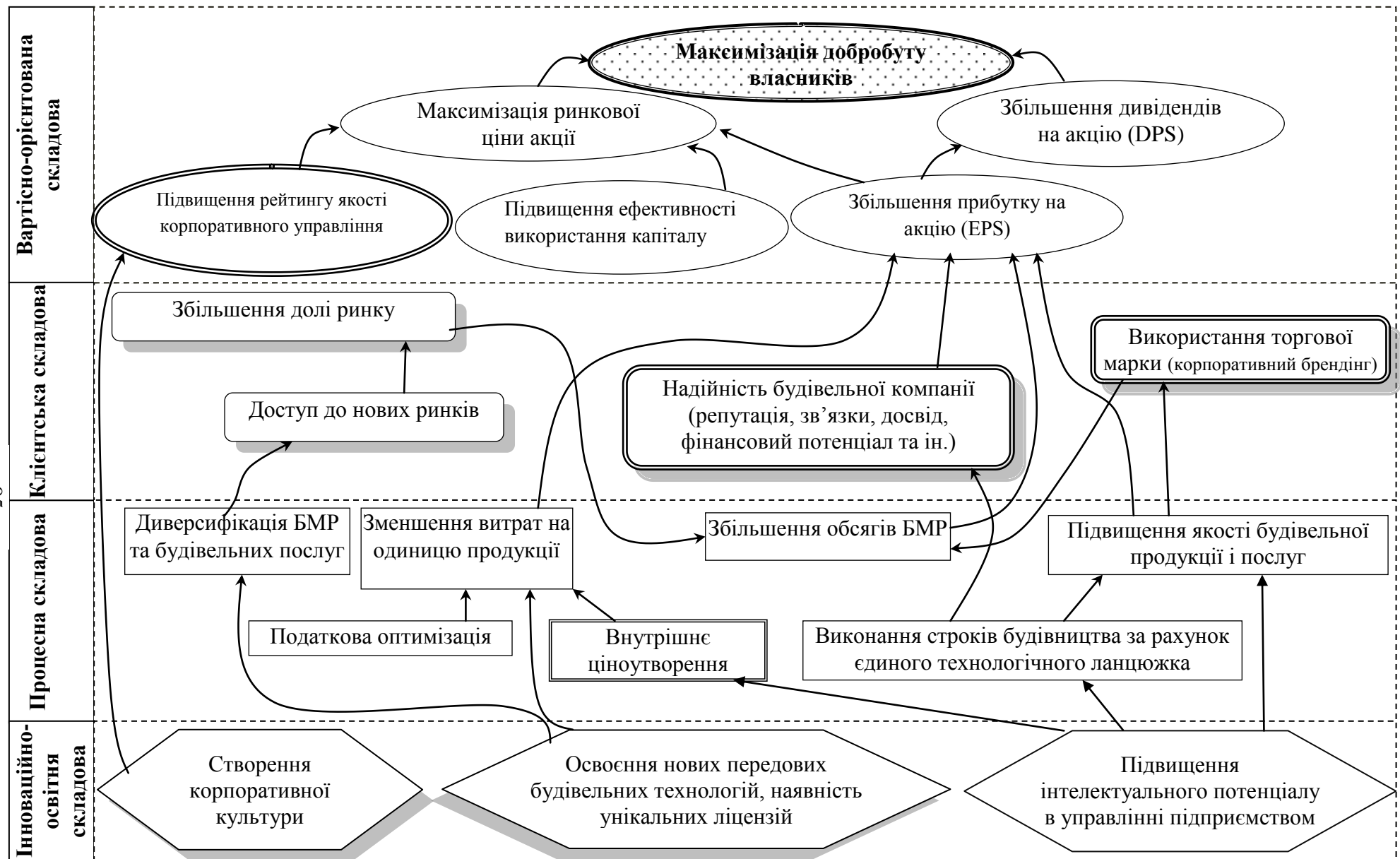


Рис. 3.3. Стратегічна карта цілей корпоративного підприємства за збалансованою системою показників з урахуванням галузевої специфіки

форматі BSC за компонентами, які враховують галузеву специфіку корпоративних підприємств (інноваційно-освітня; процесна; клієнтська складова; вартісно-орієнтована складова) та дозволяє візуально за допомогою причинно-наслідкового ланцюжка цілей визначити стратегію корпоративного підприємства щодо користування ресурсами корпоративного центру холдингової компанії.

### **3.2. Ключові показники результативності як цільові параметри функціонування холдингових компаній**

При розробці BSC значна увага приділяється розробці KPI в розрізі кожної складової BSC. Як KPI пропонуємо використовувати систему показників за наступними напрямками відповідно до результатів фінансово-господарської діяльності кожного корпоративного підприємства за попередні періоди:

#### ***ринкова позиція корпоративних підприємств:***

- ринкова доля національного та регіонального ринку та її динаміку;
- відношення дебіторської заборгованості до чистого доходу;
- період функціонування будівельного підприємства (бізнес-досвід);
- фінансова спроможність клієнтів;

#### ***здатність генерувати дохід та створювати вартість:***

- динаміка темпів зростання чистого доходу;
- динаміка обсягів та стабільність грошових потоків;
- операційна прибутковість основного виду бізнесу;
- динаміка чистого прибутку на 1 акцію;
- динаміка дивідендів на 1 акцію;



- середньозважена ціна капіталу;
- різниця між доходністю капіталу та вартістю його залучення;
- темпи зростання вкладеного капіталу;
- динаміка прибутковості вкладеного капіталу;
- рентабельність власного капіталу;
- рейтинг якості корпоративного управління;

***внутрішньогосподарські процеси корпоративного підприємства:***

- динаміка темпів зростання оборотності активів, оборотних активів, дебіторської заборгованості;
- рівень собівартості продукції (робіт, послуг);
- віддача основних фондів;
- рівень зносу основних фондів);

***взаємодія з іншими корпоративними підприємствами холдингу:***

- внутрішні розрахункові ціни;
- обсяг продукції (робіт, послуг), які надаються іншим корпоративним підприємствам;

***інновації та розвиток корпоративного підприємства:***

- частина витрат на заробітну плату у собівартості продукції;
- рентабельність трудових ресурсів;
- чистий дохід на 1 працівника;
- собівартість на 1 працівника;
- операційний прибуток на 1 працівника;
- частка створених корпоративним підприємством нематеріальних активів у загальній їх сумі;
- загальна вартість нематеріальних активів;
- кількість ліцензій;

**позиція в технологічному ланцюжку:**

- вид основної діяльності;
- наявність унікальних ліцензій, патентів, які не мають аналогів і т.і.

Із всього обсягу показників фінансово-господарської діяльності корпоративних підприємств, пропонується вибрати 3 найсуттєвіших KPI для кожної компоненти BSC, які більш повно характеризують фінансово-господарську діяльність, сприяють досягненню стратегічних цілей та відображають потенціал корпоративного підприємства (табл. 3.1.).

*Таблиця 3.1*

**Склад KPI корпоративних підприємств за кожною компонентою BSC**

Компонента BSC		KPI корпоративних підприємств
Фінанси	Вартісно-орієнтована	Рейтинг якості корпоративного управління
		Прибуток на 1 акцію
		Різниця між доходністю капіталу і його середньозваженою ціною
Клієнти, ринок	Клієнто-орієнтована	Доля регіонального ринку
		Рівень фінансової спроможності клієнтів
		Бізнес-досвід
Внутрішні бізнес-процеси	Процесно-орієнтована	Оборотність оборотних активів
		Питома вага собівартості в одній гривні чистого доходу
		Фондовіддача
Інновації, розвиток	Інноваційно-освітньо-орієнтована	Рентабельність трудових ресурсів
		Чистий дохід на 1 працівника
		Частка інноваційних нематеріальних активів у загальній їх сумі

Наступним етапом є побудова профілів корпоративних підприємств за розрахованими КРІ з метою позиціонування корпоративних підприємств залежно від їх фінансового стану.

В дослідженні *профіль корпоративного підприємства* розглядається як сукупність ключових параметрів, що дозволяє візуально-графічно ідентифікувати результативність діяльності корпоративного підприємства за компонентами збалансованої системи показників.

За кожною компонентою BSC за трьома параметрами КРІ будуємо профілі корпоративних підприємств портфелю холдингової компанії: вартісно-орієнтований; клієнто-орієнтований; процесно-орієнтований; інноваційно-освітньо-орієнтований. На рис. 3.4 — 3.7 наведено профілі корпоративних підприємств на прикладі будівельної холдингової компанії України.

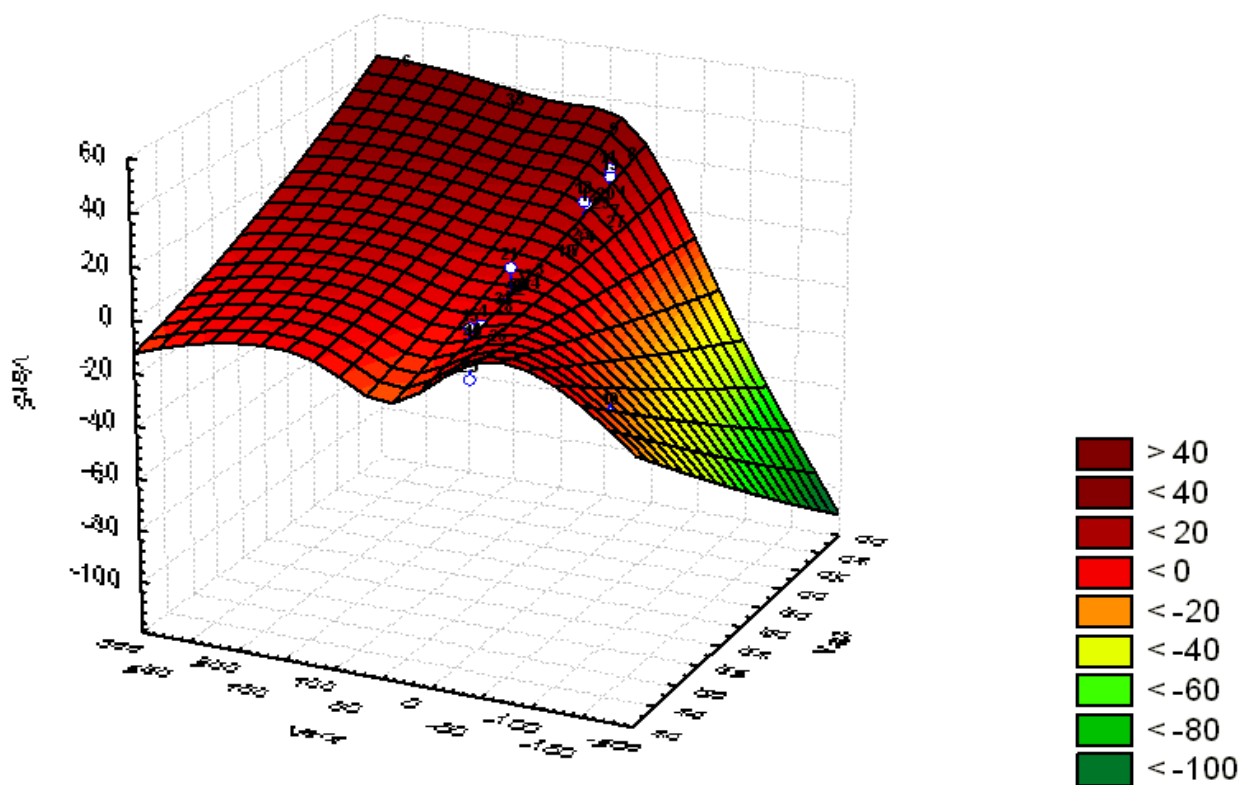


Рис. 3.4. Вартісно-орієнтований профіль корпоративних підприємств

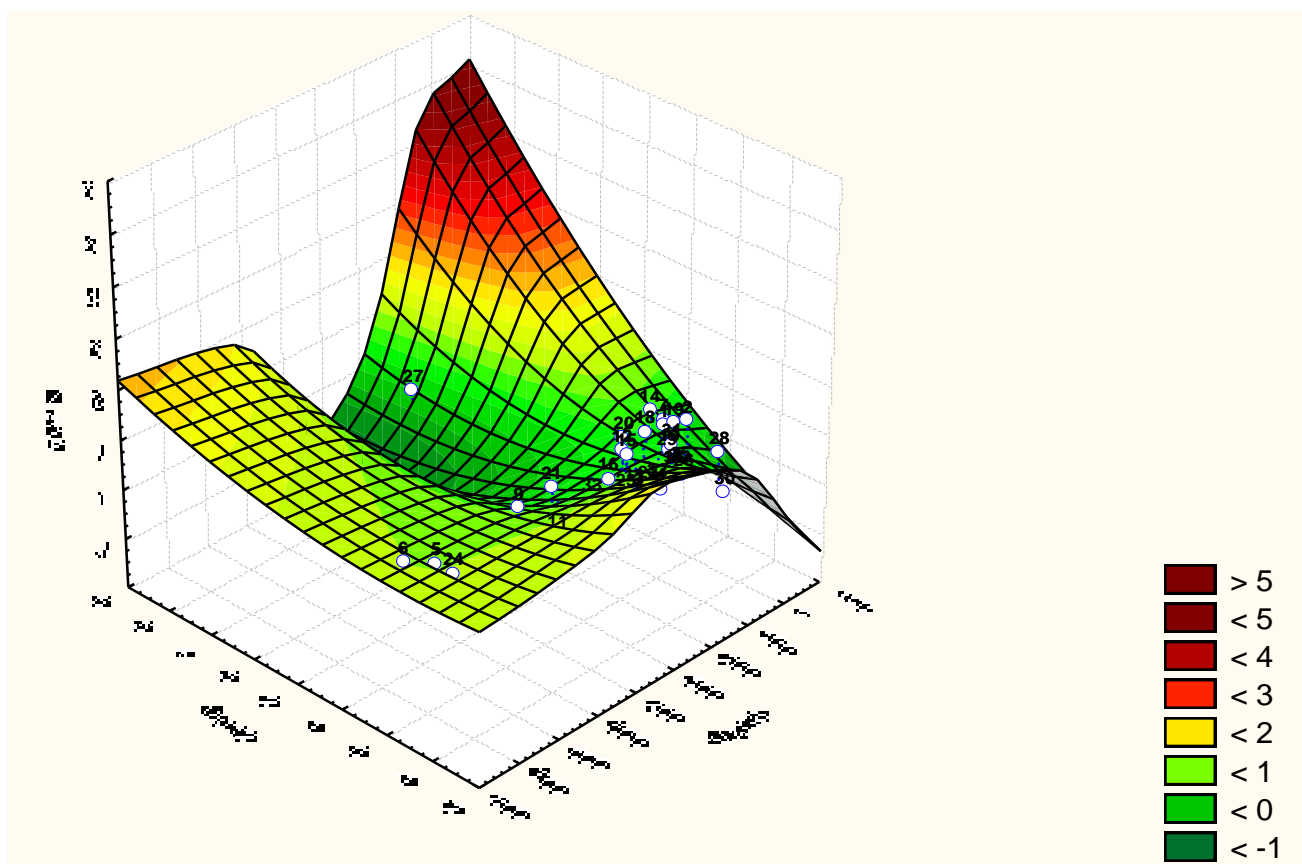
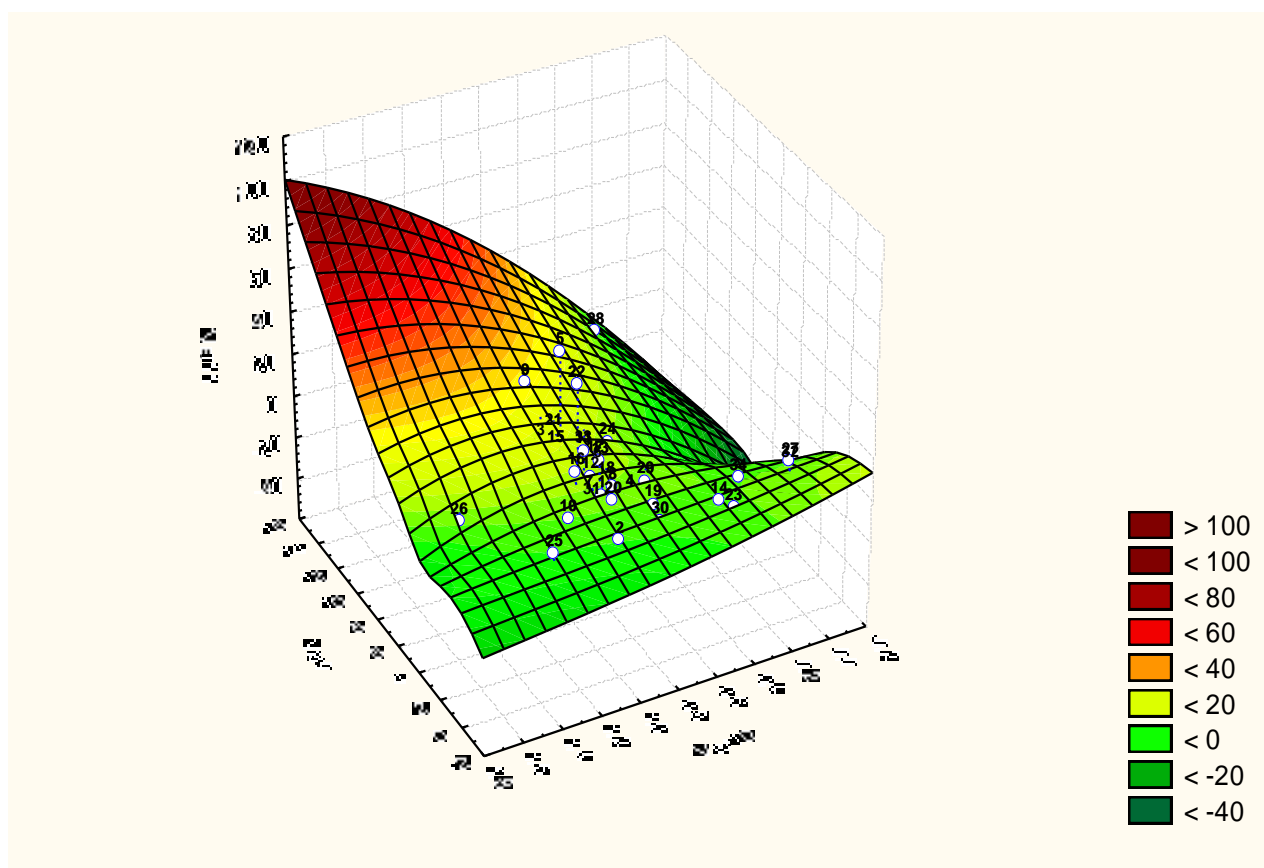


Рис. 3.5. Клієнто-орієнтований профіль корпоративних підприємств



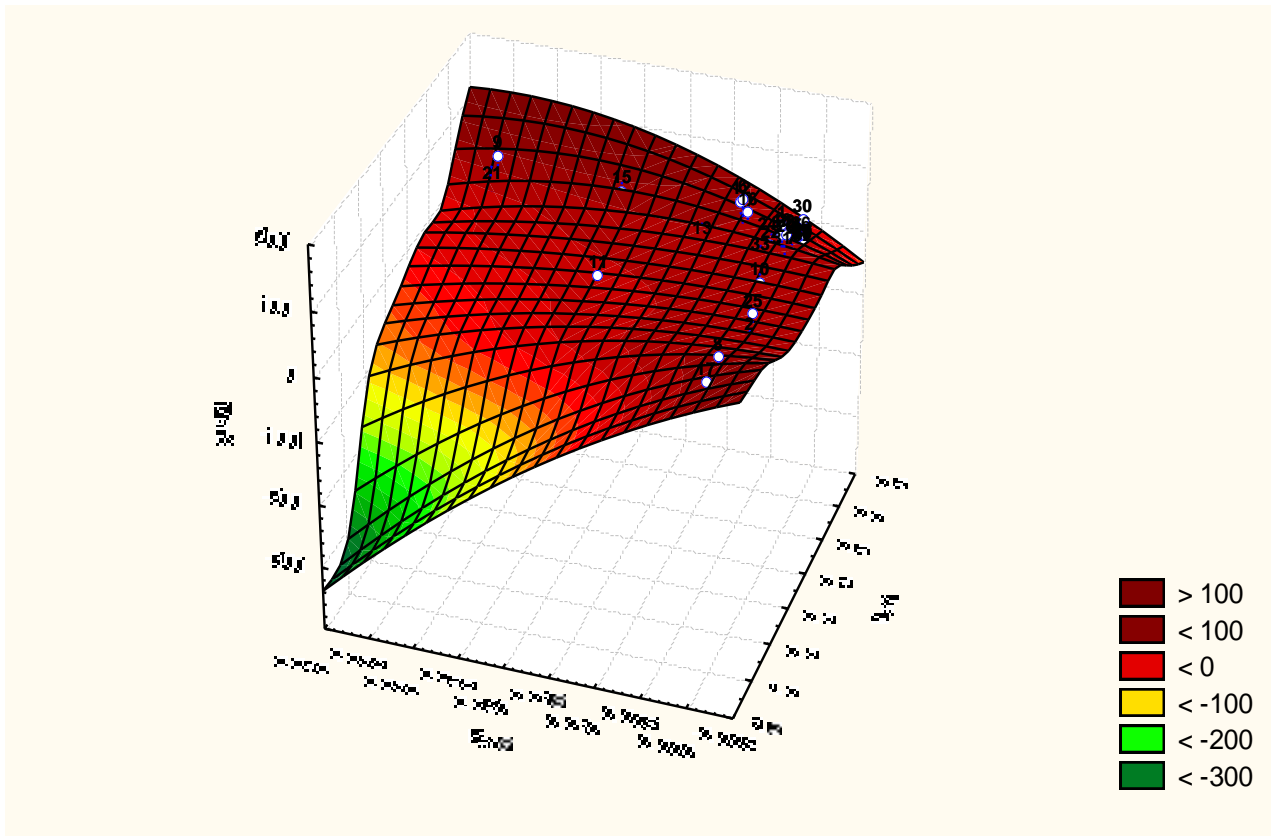


Рис. 3.7. Освітньо-інноваційно-орієнтований профіль корпоративних підприємств

Побудова профілів (вартісно-орієнтованого, клієнто-орієнтованого, процесно-орієнтованого, освітньо-інноваційно-орієнтованого) корпоративних підприємств дозволить позиціонувати кожне підприємство залежно від показників його фінансово-господарської діяльності.

На підставі побудованих профілів корпоративних підприємств декілька корпоративних підприємств можна об'єднати до однієї групи чи кластеру. Це дозволить визначити подібні за результатами діяльності корпоративні підприємства. Таким чином, при управлінні корпоративним портфелем холдингової компанії корпоративні підприємства доцільно згруповувати за декількома параметрами з використанням багатомірної класифікації.

До методів багатомірного аналізу відносяться кластерний аналіз, таксономія, розпізнавання образів, факторний аналіз. Якщо факторний

аналіз відображає характеристики багатомірного аналізу у дослідженні зв'язку, то кластерний аналіз — саме в класифікації.

Сутність *кластерного аналізу* полягає у розбивці множини об'єктів на задане або невідоме число класів на основі використання математичного критерію якості класифікації та виявленні ступеню близькості об'єктів.

Велика перевага кластерного аналізу в тому, що цей метод дозволяє розбивати об'єкти не по одному параметру, а одразу по декількох. Крім того, цей аналіз на відміну від більшості математико-статистичних методів, не накладає ніяких обмежень і дозволяє розглядати безліч вихідних даних практично довільної природи. Як і будь-який інший метод, кластерний аналіз має певні недоліки і обмеження: склад і кількість кластерів залежить від обраних критеріїв розбивки тощо.

Узагалі, завдання кластерного аналізу полягає в тому, щоб на основі даних, що знаходяться в множині  $X$ , розбити безліч об'єктів  $G$  на  $m$  кластерів (підмножин)  $Q_1, Q_2, \dots, Q_m$ , так, щоб кожний об'єкт  $G_j$  належав тільки одній підмножині та, щоб об'єкти, які є в цьому кластері, були подібними, у той час, як об'єкти, що належать різним кластерам були різнорідними.

Сучасні методи кластерного аналізу поділяють на:

— *неієрархічні методи* (більш висока стійкість стосовно шумів і викидів, некоректний вибір метрики, включення незначущих змінних у набір, який брав участь у кластеризації);

— *ієрархічні методи* (якщо немає припущень щодо числа кластерів).

Складності ієрархічних методів кластеризації полягають у обмеженні обсягу набору даних, вибору заходів близькості, негнучкості отриманих класифікацій.

Перевага цієї групи методів у порівнянні з неієрархічними методами в їх наочності і можливості одержання детальної уяви про структуру даних.

Але при значній кількості спостережень ієрархічні методи кластерного аналізу непридатні. У цьому випадку доцільно використовувати неієрархічні методи, засновані на поділі, тобто ітеративних методів ділення вихідної сукупності. У процесі розподілу формуються нові кластери.

Найпоширенішим серед неієрархічних методів є алгоритм *k*-середніх, який теж називають швидким кластерним аналізом. На відміну від ієрархічних методів, які не вимагають попередніх припущень щодо числа кластерів, для можливості використання цього методу необхідно мати гіпотезу про найбільш імовірну кількість кластерів.

*Алгоритм k-середніх* будує дозволяє побудувати *k* кластерів, розташованих на максимальних відстанях. Основний тип завдань, які вирішує алгоритм *k*-середніх, — наявність припущень (гіпотез) щодо числа кластерів, при цьому вони повинні бути різні настільки, наскільки це можливо. Вибір числа *k* базується на результатах попередніх досліджень, теоретичних міркуваннях або інтуїції. Сутність алгоритму полягає у тому, що задане фіксоване число *k* кластерів спостереження зіставляються кластерам так, що середні в кластері максимально можливо відрізняються один від одного.

Також, зазначимо, що алгоритм *k*-середніх має як переваги (простота та швидкість використання; зрозумілість і прозорість алгоритму), так і недоліки (висока чутливість до викидів, при яких середнє може бути помилковим, розв'язком цієї проблеми є використання алгоритму *k*-медіани; алгоритм не може швидко працювати на великих базах даних, розв'язком цієї проблеми є використання вибірки даних).

Алгоритм кластеризації за методом *k*-середніх полягає в наступному:

1. Первісний розподіл об'єктів по кластерах (вибирається число *k*, і на першому кроці ці точки і будуть центрами кластерів за умови, що кожному кластеру відповідає один центр);

2. Ітеративний процес (обчислюються центри кластерів, якими потім і далі вважаються покоординатні середні кластерів, і об'єкти знову перерозподіляються).

Процес обчислення центрів і перерозподілу об'єктів триває доти, поки не виконано одну з умов:

- кластерні центри стабілізувалися, тобто всі спостереження належать кластеру, якому належали до поточної ітерації;
- число ітерацій є максимальним.

Вибір числа кластерів є складним питанням. Якщо немає припущень щодо цього числа, рекомендують створити 2 кластери, потім 3, 4, 5 і т.д., порівнюючи отримані результати.

Після отримання результатів кластерного аналізу методом k-середніх слід перевірити правильність кластеризації (тобто оцінити, наскільки кластери відрізняються один від одного). Для цього розраховуються середні значення для кожного кластера. При вдалій кластеризації повинні бути отримані відмінні середні для всіх вимірів, що значно відрізняються один від одного.

В дослідженні кластерний аналіз здійснювався за допомогою програмного комплексу STATISTICA 8.0 з використанням алгоритму k-середніх за раніше встановленою кількістю кластерів.

Ієрархічна кластеризація за KPI на прикладі однієї складової BSC представлена рис. 3.8.



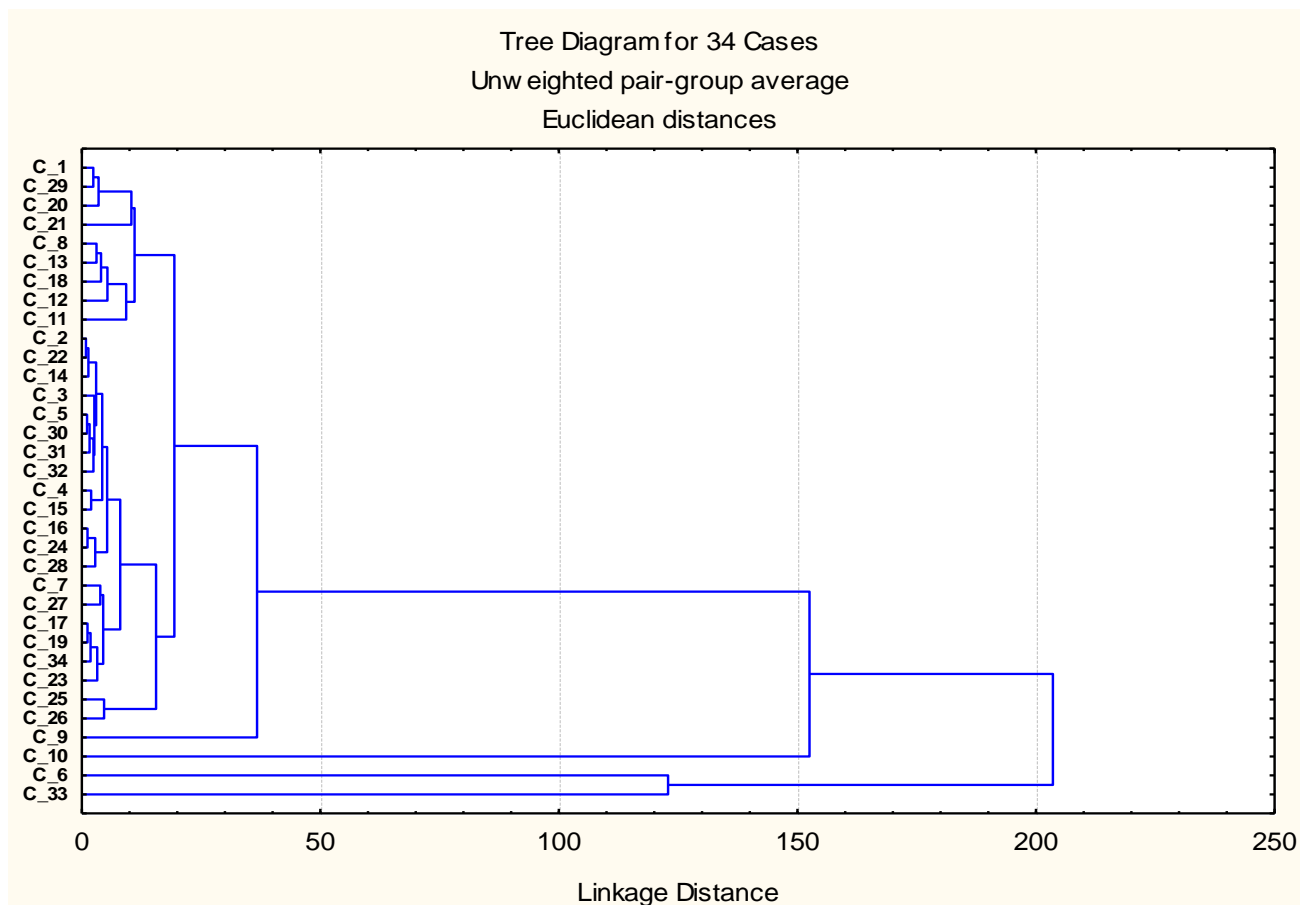


Рис. 3.8. Ієрархічна кластеризація за КРІ за складової «Фінанси»

У табл. 3.2 наведені результати кластеризації корпоративних підприємств за КРІ для кожної складової BSC.

Використовуючи кластерний аналіз, як один з методів класифікації об'єктів за декількома параметрами, ми отримали по 3 кластери за кожною складовою BSC, що ілюструють ефективність корпоративних підприємств.

У кластер 1 потрапили ті підприємства, які мають найвищі значення КРІ, у 2 — середні значення, і в 3 — найменші та критичні значення КРІ.

На прикладі складової BSC — «Фінанси» розглянемо характеристики кожного кластеру:

Таблиця 3.2

**Зведені результати кластеризації корпоративних підприємств холиднгової компанії**

Назва підприємства	Кластери			
	Фінанси (F)	Клієнти (C)	Бізнес-процеси (BP)	Інновації, навчання (I)
Корпоративне підприємство № 1	2	1	2	2
Корпоративне підприємство № 2	2	3	3	3
Корпоративне підприємство № 3	2	2	1	3
Корпоративне підприємство № 4	2	3	3	3
Корпоративне підприємство № 5	2	2	1	3
Корпоративне підприємство № 6	1	1	1	1
Корпоративне підприємство № 7	2	2	3	1
Корпоративне підприємство № 8	1	1	2	2
Корпоративне підприємство № 9	1	1	1	2
Корпоративне підприємство № 10	3	2	2	3
Корпоративне підприємство № 11	1	2	1	2
Корпоративне підприємство № 12	1	1	2	2
Корпоративне підприємство № 13	1	2	2	2
Корпоративне підприємство № 14	2	3	3	1
Корпоративне підприємство № 15	2	1	1	3
Корпоративне підприємство № 16	3	1	2	3
Корпоративне підприємство № 17	2	1	1	2
Корпоративне підприємство № 18	1	1	2	2
Корпоративне підприємство № 19	2	2	3	2
Корпоративне підприємство № 20	2	2	2	1
Корпоративне підприємство № 21	2	2	1	2
Корпоративне підприємство № 22	2	2	1	3
Корпоративне підприємство № 23	2	1	3	2
Корпоративне підприємство № 24	3	2	2	3
Корпоративне підприємство № 25	3	2	3	2
Корпоративне підприємство № 26	3	2	1	3
Корпоративне підприємство № 27	2	3	3	1
Корпоративне підприємство № 28	3	3	1	3
Корпоративне підприємство № 29	2	3	3	1
Корпоративне підприємство № 30	2	1	3	3
Корпоративне підприємство № 31	2	3	3	3
Корпоративне підприємство № 32	2	3	3	3
Корпоративне підприємство № 33	1	2	1	1
Корпоративне підприємство № 34	2	3	3	3

— перший кластер — корпоративне підприємство, яке за своїми показниками потрапило у 1 кластер, отримало характеристику «корпоративне підприємство, що швидко створює вартість», тому що високе значення рейтингу якості корпоративного управління разом із високою прибутковістю 1 акції та позитивним значенням  $\Delta$ , тобто різниці операційної доходності капіталу та його середньозваженою ціною (WACC), формує всі передумови для збільшення капіталу корпоративного підприємства, а отже, і підвищення ринкової вартості його акцій. Це позитивно впливає на доходність холдингової компанії, як одного з головних акціонерів і власників таких корпоративних підприємств;

— другий кластер — якщо ж корпоративне підприємство потрапило у 2 кластер, то воно характеризується як «корпоративне підприємство, що повільно створює вартість», але не таким швидким, як ті корпоративні підприємства, які потрапили у кластер 1. У цьому кластері спостерігається високий та середній рівень якості корпоративного управління, зберігається позитивне значення  $\Delta$ , але показник EPS дуже низький, а на деяких підприємствах і зовсім від'ємний. Такі корпоративні підприємства тільки «повільно» можуть підвищувати свою капіталізацію;

— третій кластер — за фінансовою складовою характеризується низьким рівнем якості корпоративного управління, що одразу ж відображається на показниках його фінансово-господарської діяльності — збиткова діяльність та висока середньозважена ціна капіталу, що таким чином зменшує вартість компанії, а ці корпоративні підприємства мають ознаки тих, що «руйнують вартість». Холдинговій компанії доцільно проводити заходи щодо покращення їх діяльності або ж вилучати із свого портфеля цінних паперів.

Характеристики інших кластерів залежно від складової BSC надані у табл. 3.3.

**Характеристика корпоративних підприємств за даними  
кластеризації у форматі збалансованої системи показників**

Компонента BSC	Кластер		
	1	2	3
Фінанси (Вартісно-орієнтована)	КП, що швидко генерують вартість	КП, що повільно генерують вартість	КП, що руйнують вартість
Клієнти (Клієнто-орієнтована)	КП з високою привабливістю для клієнтів	КП із середньою привабливістю для клієнтів	КП з низькою привабливістю для клієнтів
Бізнес-процеси (Процесно-орієнтована)	КП з високою інтенсивністю бізнес процесів	КП із середньою інтенсивністю бізнес процесів	КП з низькою інтенсивністю бізнес-процесів
Інновації, розвиток (Інноваційно-освітньо-орієнтована)	КП з високою продуктивністю інтелектуальних ресурсів	КП із середньою продуктивністю інтелектуальних ресурсів	КП з низькою продуктивністю інтелектуальних ресурсів

У табл. 3.4 надані результати кластеризації за вартісно-орієнтованою «Фінанси», клієнто-орієнтованою «Клієнти, ринок», процесно-орієнтованою «Внутрішні бізнес-процеси» та інноваційно-освітньо-орієнтованою «Інновації, розвиток» складовими BSC.

Аналіз фінансово-господарської діяльності корпоративних підприємств будівельної холдингової компанії № 10, 16, 24, 25, 26, 28 за останні 7 років свідчить про їх низьку ефективність (збитковість, висока вартість залученого капіталу, що не перекривається його доходністю, низький рейтинг якості корпоративного управління), а отже, вони

Таблиця 3.4

**Кластеризація корпоративних підприємств за складовими BSC**

Кластер	1	2	3
Фінансова складова	КП, що швидко генерують вартість	КП, що повільно генерують вартість	КП, що руйнують вартість
№ корпоративного підприємства у складі портфеля холдингової компанії	6, 8, 9, 11, 12, 13, 18	1, 2, 3, 4, 5, 7, 14, 15, 17, 19, 20, 21, 22, 23, 27, 29, 30, 31, 32, 34	10, 16, 24, 25, 26, 28
Клієнтська складова	КП з високою привабливістю для клієнтів	КП із середньою привабливістю для клієнтів	КП з низькою привабливістю для клієнтів
№ корпоративного підприємства у складі портфеля холдингової компанії	1, 6, 8, 9, 12, 15, 16, 17, 18, 23, 30	3, 5, 7, 10, 11, 13, 19, 20, 21, 22, 24, 25, 26, 33	2, 4, 14, 27, 28, 29, 31, 32, 34
Процесна складова	КП з високою інтенсивністю бізнес-процесів	КП із середньою інтенсивністю бізнес-процесів	КП з низькою інтенсивністю бізнес-процесів
№ корпоративного підприємства у складі портфеля холдингової компанії	3, 5, 6, 9, 11, 15, 17, 21, 22, 26, 28, 33	1, 8, 10, 12, 13, 16, 18, 20, 24	2, 4, 7, 14, 19, 23, 25, 27, 29, 30, 31, 32, 34
Інноваційно-освітня складова	КП з високою продуктивністю інтелектуальних ресурсів	КП із середньою продуктивністю інтелектуальних ресурсів	КП з низькою продуктивністю інтелектуальних ресурсів
№ корпоративного підприємства у складі портфеля холдингової компанії	6, 7, 14, 20, 27, 29, 33	1, 8, 9, 11, 12, 13, 17, 18, 21, 23, 25	2, 3, 4, 5, 10, 15, 16, 22, 24, 26, 28, 30, 31, 32, 34

потрапили у 3 кластер і отримали характеристику «КП, що руйнують вартість».

Це не є підставою щодо їх виключення/виведення з портфеля корпоративних підприємств будівельної холдингової компанії, але потрібна розробка комплексу організаційних, економічних та інших заходів щодо покращення їх діяльності.

Аналогічні висновки можна зробити і за іншими складовими BSC.

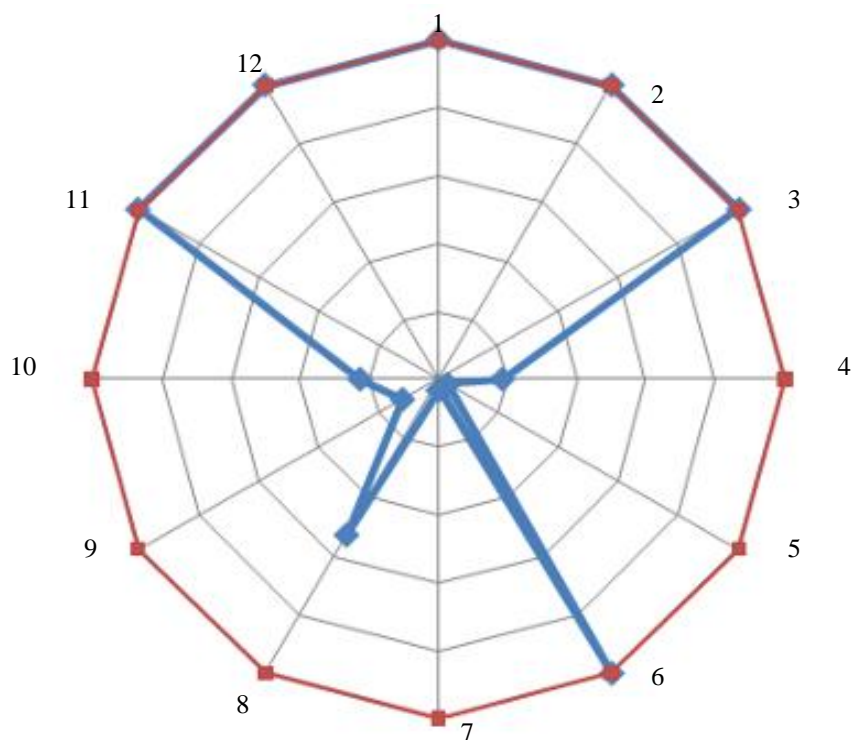
Разом з тим, кожне корпоративне підприємство має свою унікальну привабливість, яку, на наш погляд, треба брати до уваги при оцінці ефективності їх діяльності. Як уже зазначалося, основна функція холдингових компаній полягає у керуванні підприємствами, що перебувають у портфелі корпоративних підприємств. А отже, доцільним є визначення, яку саме привабливість мають ці корпоративні підприємства і оцінку їх привабливості здійснимо шляхом розрахунку портфельної привабливості корпоративного підприємства.

*Портфельна привабливість корпоративного підприємства* визначається як рівень задоволення фінансових, виробничих, організаційних та інших вимог або інтересів холдингової компанії щодо конкретного корпоративного підприємства та оцінюється системою параметрів вартісно-орієнтованого, клієнто-орієнтованого, процесно-орієнтованого, інноваційно-освітньо-орієнтованого профілей корпоративних підприємств портфеля холдингової компанії.

Графічно оцінку портфельної привабливості корпоративного підприємства можна здійснити шляхом побудови радарів за обраними КРІ всіх складових BSC. Побудований радар дає комплексну уяву про відхилення фактичних КРІ від еталонних, за які взяті найкращі значення КРІ у розрізі вартісно-орієнтованої, клієнто-орієнтованої, процесно-орієнтованої та інноваційно-освітньо-орієнтованої складових.

За даними КРІ кожного корпоративного підприємства потрібно побудувати радар параметрів портфельної привабливості корпоративних підприємств.

На рис. 3.9 наведено радар параметрів портфельної привабливості одного з корпоративних підприємств. Аналогічно будуються радары для інших корпоративних підприємств.



№ з/п	Параметри портфельної привабливості корпоративних підприємств
1	Рейтинг якості корпоративного управління
2	Прибуток на 1 акцію
3	Різниця між доходністю капіталу і його середньозваженою ціною
4	Доля регіонального ринку
5	Рівень фінансової спроможності клієнтів
6	Бізнес-досвід
7	Оборотність оборотних активів
8	Питома вага собівартості в одній гривні чистого доходу
9	Фондовіддача
10	Рентабельність трудових ресурсів
11	Чистий дохід на 1 працівника
12	Частка інноваційних нематеріальних активів у загальній їх сумі

Рис. 3.9. Радар параметрів портфельної привабливості корпоративного підприємства (на прикладі корпоративного підприємства портфеля холдингової компанії)

Портфельна привабливість корпоративного підприємства може бути визначена не лише із застосуванням графічного методу, а й аналітичним шляхом. Для цього пропонується використовувати нижч наведену формулу:

$$I = \frac{Sp}{S}, \quad (3.1)$$

де  $Sp$  — площа радара, що відповідає окремому корпоративному підприємству;

$S$  — загальна площа оціночного дванадцятикутника.

За результатами розрахунків встановлено цільові параметри за кожним профілем і для кожного кластеру портфеля корпоративних підприємств відносно обраного еталону, що орієнтовані на перспективу і дозволяють визначити траєкторію оптимізації портфеля корпоративних підприємств за обраними параметрами збалансованої системи показників.

Результати розрахунку інтегрального критерію портфельної привабливості наведені у табл. 3.5.

Інтегральний критерій портфельної привабливості корпоративного підприємства є одним з головних показників при прийнятті рішення щодо стратегічного розвитку цих корпоративних підприємств — проведення заходів щодо реорганізації та реструктуризації або ж виключення такого корпоративного підприємства зі складу холдингової компанії.

Усе це враховується при подальшому розвитку холдингових компаній при аналізі бізнес-моделі їх стратегічного управління на базі позиціювання кожного корпоративного підприємства на матрицях за збалансованою системою показників.



Таблиця 3.5

# Визначення інтегрального критерію портфельної привабливості корпоративного підприємства для холдингової компанії

113

Найменування корпоративного підприємства	Площа радар корпоративного підприємства	Відхилення від еталонної	Інтегральний критерій портфельної привабливості корпоративного підприємства для холдингової компанії
Корпоративне підприємство № 6	1,422526	-1,57747	0,474175
Корпоративне підприємство № 9	1,375179	-1,62482	0,458393
Корпоративне підприємство № 21	0,964119	-2,03588	0,321373
Корпоративне підприємство № 5	0,809264	-2,19074	0,269755
Корпоративне підприємство № 12	0,77162	-2,22838	0,257207
Корпоративне підприємство № 15	0,75858	-2,24142	0,25286
Корпоративне підприємство № 24	0,655489	-2,34451	0,218496
Корпоративне підприємство № 16	0,642862	-2,35714	0,214287
Корпоративне підприємство № 18	0,616131	-2,38387	0,205377
Корпоративне підприємство № 28	0,60302	-2,39698	0,201007
Корпоративне підприємство № 20	0,527826	-2,47217	0,175942
Корпоративне підприємство № 3	0,511578	-2,48842	0,170526
Корпоративне підприємство № 33	0,449669	-2,55033	0,14989
Корпоративне підприємство № 11	0,44928	-2,55072	0,14976
Корпоративне підприємство № 7	0,443927	-2,55607	0,147976
Корпоративне підприємство № 1	0,437101	-2,5629	0,1457
Корпоративне підприємство № 19	0,419687	-2,58031	0,139896
Корпоративне підприємство № 31	0,400399	-2,5996	0,133466
Корпоративне підприємство № 14	0,395942	-2,60406	0,131981
Корпоративне підприємство № 13	0,379341	-2,62066	0,126447
Корпоративне підприємство № 2	0,342789	-2,65721	0,114263
Корпоративне підприємство № 22	0,32473	-2,67527	0,108243
Корпоративне підприємство № 27	0,323301	-2,6767	0,107767
Корпоративне підприємство № 23	0,317692	-2,68231	0,105897
Корпоративне підприємство № 10	0,292384	-2,70762	0,097461
Корпоративне підприємство № 30	0,281244	-2,71876	0,093748
Корпоративне підприємство № 8	0,206381	-2,79362	0,068794
Корпоративне підприємство № 34	0,194366	-2,80563	0,064789
Корпоративне підприємство № 26	0,186253	-2,81375	0,062084
Корпоративне підприємство № 29	0,184266	-2,81573	0,061422
Корпоративне підприємство № 4	0,161033	-2,83897	0,053678
Корпоративне підприємство № 32	0,148444	-2,85156	0,049481
Корпоративне підприємство № 17	0,143753	-2,85625	0,047918
Корпоративне підприємство № 25	0,136096	-2,8639	0,045365

### **3.3. Бізнес-модель стратегічного управління холдинговими компаніями**

Особливої уваги заслуговує стратегічне управління холдинговою компанією, мета якого полягає у максимізації вартості холдингової компанії та сприяє формуванню єдиного фінансово-економічного простору всередині компанії.

Існуючу бізнес-модель стратегічного управління холдинговою компанією доцільно удосконалити шляхом поетапного позиціювання кожного корпоративного підприємства на матрицях попарного порівняння за складовими BSC:

- вартісно-орієнтована складова — клієнто-орієнтована (F-C);
- вартісно-орієнтована складова — процесна складова (F-BP);
- вартісно-орієнтована складова — інноваційно-освітня складова (F-I);
- вартісно-орієнтована складова — позиція в технологічному ланцюжку (F-P).

Результати позиціонування корпоративних підприємств будівельної холдингової компанії на матрицях за складовими збалансованої системи показників (рис. 3.10 — 3.13) дозволили виділити «лідерів» та «аутсайдерів». А отже, кожне корпоративне підприємство має свою унікальну привабливість, перебуваючи у складі портфеля корпоративних підприємств холдингової компанії.

Проведення цілеспрямованих заходів щодо його реорганізації, реструктуризації та інших видів організаційних заходів дозволить йому діяти більш ефективно та приносити більшу прибутковість холдинговій компанії. А отже, існує певний потенціал портфельної привабливості корпоративного підприємства, який на сьогодні не оцінений та повністю не врахований.

<b>Фінанси</b> <b>Клієнти</b>	<b>F1</b> КП, що швидко генерують вартість	<b>F2</b> КП, що повільно генерують вартість	<b>F3</b> КП, що руйнують вартість
<b>C1</b> КП з високою привабливістю для клієнтів	6, 8, 9, 12, 18*	1, 15, 17, 23, 30	16
<b>C2</b> КП із середньою привабливістю для клієнтів	11, 13, 33	3, 5, 7, 19, 20, 21, 22	10, 24, 25, 26
<b>C3</b> КП з низькою привабливістю для клієнтів		2, 4, 14, 27, 29, 31, 32, 34	28

\* Номер корпоративного підприємства в інвестиційному портфелі  
холдингової компанії

Рис. 3.10. Позиціонування корпоративного підприємства на матриці  
«Фінанси» — «Клієнти»

<b>Фінанси</b> <b>Бізнес-процеси</b>	<b>F1</b> КП, що швидко генерують вартість	<b>F2</b> КП, що повільно генерують вартість	<b>F3</b> КП, що руйнують вартість
<b>BP1</b> КП з високою інтенсивністю бізнес процесів	6, 9, 11, 33	3, 5, 15, 17, 21, 22	26, 28
<b>BP2</b> КП із середньою інтенсивністю бізнес- процесів	8, 12, 13, 18	1, 20	10, 16, 24
<b>BP3</b> КП з низькою інтенсивністю бізнес- процесів		2, 4, 7, 14, 19, 23, 27, 29, 30, 31, 32, 34	25

Рис. 3.11. Позиціонування корпоративного підприємства на матриці  
«Фінанси» — «Внутрішні бізнес-процеси»

<b>Фінанси</b> <b>Інновації, розвиток</b>	<b>F1</b> <b>КП, що швидко</b> <b>генерують вартість</b>	<b>F2</b> <b>КП, що повільно</b> <b>генерують вартість</b>	<b>F3</b> <b>КП, що</b> <b>руйнують</b> <b>вартість</b>
<b>I1</b> <b>КП з високою</b> <b>продуктивністю</b> <b>інтелектуальних ресурсів</b>	6, 33	7, 14, 20, 27, 29	
<b>I2</b> <b>КП із середньою</b> <b>продуктивністю</b> <b>інтелектуальних ресурсів</b>	8, 9, 11, 12, 13, 18	1, 17, 19, 21, 23	25
<b>I3</b> <b>КП з низькою</b> <b>продуктивністю</b> <b>інтелектуальних ресурсів</b>		2, 3, 4, 5, 15, 22, 30, 31, 32, 34	10, 16, 24, 26, 28

Рис. 3.12. Позиціонування корпоративного підприємства на матриці «Фінанси» — «Інновації, розвиток»

<b>Фінанси</b> <b>Технологічний ланцюжок</b>	<b>F1</b> <b>Швидкий</b> <b>генератор вартості</b>	<b>F2</b> <b>Повільний</b> <b>генератор вартості</b>	<b>F3</b> <b>Руйнівник вартості</b>
<b>P1</b> <b>Загальне</b> <b>будівництво</b>	6, 9, 11, 12, 13, 18,	3, 14, 15, 16, 19, 20, 21, 22, 23, 34	10, 24
<b>P2</b> <b>Виробництво</b> <b>будівельних</b> <b>матеріалів</b>	6, 33,	2, 3, 27, 29, 30, 31,	28,
<b>P3</b> <b>Обслуговування</b> <b>будівництва</b>	8, 33,	1, 4, 5, 7, 17, 32,	25, 26,

Рис. 3.13. Позиціонування корпоративного підприємства на матриці «Фінанси» — «Позиція в технологічному ланцюжку»

Потенціал портфельної привабливості корпоративного підприємства в розрізі кожного параметра за кластерами у форматі збалансованої системи показників пропонуємо розрахувати за формулою:

$$P_{ijk}^n = (\max IP_{ik} - IP_{ij}), i = 1, 2 \dots n, j = 1, 2, \dots, m, k = 1, 2, \dots, r, \quad (3.2)$$

де  $P_{ijk}^n$  — потенціал портфельної привабливості за  $i$ -тим параметром для  $j$ -того корпоративного підприємства  $k$ -того кластеру;

$\max IP_{ik}$  — максимальне значення  $i$ -того параметру в  $k$ -тому кластері;

$IP_{ij}$  — оцінка  $i$ -того параметру для  $j$ -того корпоративного підприємства;

$n$  — кількість параметрів;

$m$  — кількість корпоративних підприємств у портфелі холдингової компанії;

$r$  — кількість кластерів у портфелі холдингової компанії.

Результати розрахунку потенціалу зростання корпоративного підприємства на прикладі портфеля корпоративних підприємств будівельної холдингової компанії в розрізі вартісно-орієнтованою складовою BSC за кожним KPI представлені в табл. 3.6.

Аналізуючи отримані значення потенціалу зростання ми бачимо, що корпоративне підприємство № 6 — має нульові значення за всіма KPI, що свідчить про високу ефективність діяльності цього підприємства, фінансові показники якого взяті як еталон в порівнянні з іншими підприємствами 1 кластеру.

Таблиця 3.6

## Потенціал зростання корпоративного підприємства за вартісно-орієнтованою складовою BSC

Найменування корпоративного підприємства	Рейтинг якості корпоративного управління	Прибуток на 1 акцію	Різниця між доходністю капіталу і його середньозваженою ціною
Корпоративне підприємство № 6	0,000	0,000	0,000
Корпоративне підприємство № 8	1,438	258,120	18,798
Корпоративне підприємство № 9	0,757	231,560	12,289
Корпоративне підприємство № 12	5,554	258,144	22,895
Корпоративне підприємство № 18	5,960	258,178	18,835
Корпоративне підприємство № 11	2,889	249,383	16,154
Корпоративне підприємство № 13	3,375	256,246	17,299
Корпоративне підприємство № 33	0,442	122,642	7,704
Корпоративне підприємство № 1	0,000	0,177	6,852
Корпоративне підприємство № 15	13,571	0,399	12,461
Корпоративне підприємство № 17	4,698	0,342	15,336
Корпоративне підприємство № 23	3,845	0,293	11,364
Корпоративне підприємство № 30	9,445	0,506	13,877
Корпоративне підприємство № 3	7,532	0,507	13,914
Корпоративне підприємство № 5	10,103	0,502	12,990
Корпоративне підприємство № 7	0,540	0,107	12,432
Корпоративне підприємство № 19	5,185	0,349	14,250
Корпоративне підприємство № 20	1,514	0,000	2,810
Корпоративне підприємство № 21	10,150	0,352	0,000
Корпоративне підприємство № 22	9,484	0,403	15,367
Корпоративне підприємство № 2	9,191	0,398	16,208
Корпоративне підприємство № 4	12,535	0,385	14,137
Корпоративне підприємство № 14	8,277	0,324	16,628
Корпоративне підприємство № 27	0,598	0,261	16,300
Корпоративне підприємство № 29	1,994	0,297	5,488
Корпоративне підприємство № 31	10,824	0,834	14,530
Корпоративне підприємство № 32	8,913	0,401	11,726
Корпоративне підприємство № 34	3,508	0,362	13,788
Корпоративне підприємство № 16	2,644	0,781	1,186
Корпоративне підприємство № 10	3,942	149,369	13,242
Корпоративне підприємство № 24	2,829	0,922	0,000
Корпоративне підприємство № 25	2,986	0,000	13,607
Корпоративне підприємство № 26	0,564	0,336	9,615
Корпоративне підприємство № 28	0,000	0,486	0,598

У той же час, високе значення потенціалу свідчить про низькі фінансові показники, що дає підстави для проведення низки заходів з метою покращення діяльності та підвищення цих показників до рівня еталонних.

Наприклад, розглядаючи 2 кластер, ми бачимо, що КРІ «Рейтинг якості корпоративного управління» корпоративного підприємства № 1 становить найвище значення, оскільки потенціал зростання дорівнює нулю. Але щодо інших показників, де потенціал зростання становить 0,177 грн./шт. і 6,852 % за такими показниками, як прибутковість акції та різниця між операційною доходністю капіталу і середньозваженою ціною його залучення, то це підприємство має в своєму активі нереалізований потенціал і саме на це повинні спрямовуватися першочергові управлінські рішення. Отже, підвищення операційної доходності капіталу на 6,852 % і вище наблизить результати діяльності цього підприємства до еталонних і теоретично може потрапити до кращого кластеру.

Для наочності відображення розрахунків потенціалу зростання за складовими BSC доцільно побудувати відповідні профілі потенціалу зростання, де комплексно будуть ураховані потенційні можливості покращення діяльності корпоративних підприємств і ми зможемо проаналізувати його позицію і оцінити траєкторію руху.

На рис. 3.14 графічно представлений профіль потенціалу зростання за вартісно-орієнтованою складовою.

Позиціонування корпоративних підприємств по осі var4 ближче до «0» свідчить про наближення їх показників до еталонних і створює всі передумови переміщення до кращого кластеру, а отже, і підвищення його портфельної привабливості.

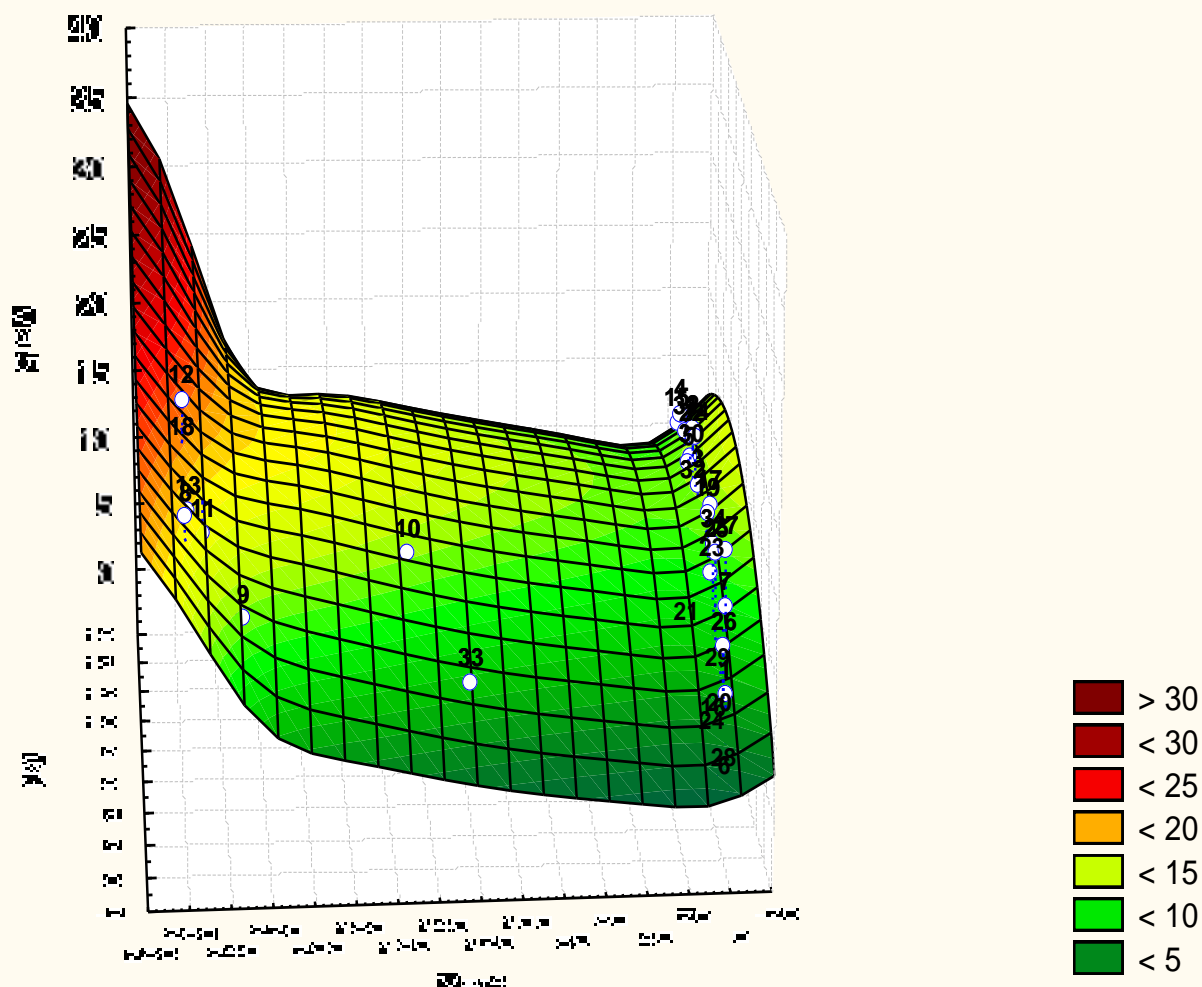


Рис. 3.14. Профіль потенціалу зростання за вартісно-орієнтованою складовою BSC

На основі проведених розрахунків можна оцінити перспективи розвитку корпоративних підприємств холдингових компаній з визначенням траєкторії їх руху відповідно до їх портфельного потенціалу та позиції на чотирьох матрицях за BSC, що дозволить сформувати ключові параметри оцінки результативності кожного корпоративного підприємства для отримання *комбінаторних переваг*, які визначаються як результат ефективного і продуктивного використання і акумулювання портфеля корпоративних підприємств холдингової компанії.



## **РОЗДІЛ 4**

### **ОРГАНІЗАЦІЙНО-ЕКОНОМІЧНИЙ МЕХАНІЗМ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ ХОЛДИНГОВИМИ КОМПАНІЯМИ**

#### **4.1. Роль корпоративного центру в системі корпоративного управління холдингових компаній**

Процес інтеграції української економіки до міжнародних економічних систем впливає на формування холдингових компаній як структурно-організаційних інструментів, що сприяють підвищенню гнучкості підприємств, їх інноваційності, прискоренню комунікативності та реактивності, зменшенню бюрократичних процедур. Отже, особливої актуальності набуває вивчення концептуально-методологічних засад формування організаційно-економічного механізму корпоративного управління холдинговими компаніями з урахуванням сучасних методик визначення ринкової вартості, цивілізованих стандартів корпоративного управління, прийнятих у всьому світі.

Фундаторами корпоративного управління прийнято вважати провідних закордонних економістів А. Берлі і Г. Мінза [33]. Також питань корпоративного управління торкались такі закордонні вчені, як І. Ансофф, Дж. Бенкет, Д. Лорш, Р. ЛаПорта, Н. Мінов, Р. Монкс, Дж. Паунд, А. Радигін, Б. Стевард, В. Салмон та ін. [12, 33, 42, 44 - 46], питанням удосконалення механізму корпоративних відносин присвячені праці А.Е. Воронкової, В.А. Євтушевського, Г.В. Назарової та інш. [47, 48]. Деякі аспекти щодо організаційних аспектів ефективного функціонування

інтегрованих структур досліджені у працях Е.Н. Азроянца, А.А. Горбунова, К.А. Мамонова, Ю.Б. Скаженіка [24, 49 - 52].

В умовах чинного правового поля для побудови механізму управління холдинговою компанією можливим є використання чотирьох органів корпоративного управління: загальних зборів акціонерів; ревізійної комісії; спостережної ради; виконавчого органу. Основною проблемою корпоративного управління є визначення структури органів управління корпоративних підприємств і розподіл повноважень між ними. Необхідно також сформувати схему контролю за майном корпоративного підприємства, згідно з якою несанкціоноване вилучення майна за межі холдингової компанії стане неможливим.

За результатами аналізу холдингової структури організації бізнесу визначено, що така структура суттєво впливає на систему корпоративного управління і має такі особливості:

- виникнення додаткових специфічних взаємозв'язків між різними групами інтересів корпоративних підприємств, що входять до холдингової компанії;

- дотримання корпоративними підприємствами єдиної стратегії, яка розробляється материнською компанією та відповідає її меті — збільшенню ринкової вартості холдингової компанії та підвищенню добробуту її акціонерів;

- прийняття рішення про відчуження будь-яких пакетів акцій (часток, паїв) корпоративних підприємств і ліквідацію холдингової компанії належить до виключної компетенції загальних зборів холдингової компанії. Зазначені рішення приймаються більшістю у три четверті голосів акціонерів, які зареєструвалися для участі у загальних зборах;

- необхідність регламентації процедур взаємодії материнської компанії та корпоративних підприємств, визначення структури органів управління корпоративних підприємств і розподіл повноважень між ними;

— юридична схема управління холдинговими компаніями повинна передбачати наявність контролю над колегіальним і одноособовим виконавчими органами корпоративних підприємств, визначення структури організаційно-посадової інтеграції;

— збільшення вимог до фінансової прозорості діяльності й оприлюднення інформації про діяльність холдингової компанії та її корпоративних підприємств: холдингова компанія повинна щорічно опубліковувати в засобах масової інформації консолідовану фінансову звітність, а також перелік суб'єктів господарювання, пов'язаних відносинами контролю з холдинговою компанією, і перелік пов'язаних з нею осіб за формою, установлену Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку за погодженням з Міністерством фінансів України та Антимонопольним комітетом України.

Керівництво компаній часто не зауважує на взаємозалежність між організаційною структурою і вимогами до інформації. При проведенні реорганізації компанії дуже рідко проводять ретельну переоцінку своїх інформаційних систем, що не дозволяє менеджерам ухвалювати правильні і своєчасні рішення внаслідок відсутності або викривлення інформації, що одержується.

Обмін відомостями про стан системи, вплив на її поведінку відносно до його матеріального складу є одним з основних понять, які використовуються при описі кібернетичних систем. Тобто, ця інформація описує характер зв'язків між елементами системи і зовнішнім середовищем, що є основою ефективного керування компаніями.

Аналіз практичного досвіду роботи корпоративних підприємств у складі холдингової компанії дозволив визначити основні критерії ефективності діяльності таких об'єднань:

- висока якість менеджменту;
- наявність єдиної корпоративної культури;

— реалізація поставлених цілей (досягнення бажаних фінансових показників діяльності підприємств холдингової компанії).

Не викликає сумнівів, що ефективне фінансове управління в холдингових компаніях буде, в першу чергу, сприяти одержанню максимального ефекту від об'єднання декількох підприємств і досягненню певного набору цілей. Специфіка організації фінансового управління групою компаній, як і будь-якого самостійного підприємства, визначається цілями, які ставлять власники і керівництво підприємств. Для підприємств, що є учасниками холдингової компанії, такими цілями можуть бути запобігання поглинанню, максимізація вартості корпоративних підприємств, зменшення податкового навантаження, збільшення обсягу продажів, досягнення соціальних ефектів, підвищення конкурентоспроможності тощо.

Організацію фінансового менеджменту в холдингових компаніях слід здійснювати використовуючи переваги трьох підходів з боку:

— холдингової компанії (компанії, що володіє контрольним пакетом звичайних акцій або переважною часткою в статутному капіталі інших компаній);

— підприємства, що входить до складу холдингової компанії (корпоративного підприємства);

— власників підприємств (власників холдингової компанії та корпоративних підприємств).

При побудові системи управління фінансами холдингових компаній незалежно від реалізованого підходу необхідно враховувати тип об'єднання підприємств. Холдингові компанії найчастіше ділять на три основні типи: чистий холдинг (фінансовий), операційний і змішаний (субхолдинговий).

Розглянемо детально кожний з цих типів.

Чистий холдинг створюється шляхом об'єднання підприємств із різних галузей з метою фінансового контролю й управління. У такій

консолідованій групі головна компанія не втручається в поточну діяльність учасників холдингу, а вирішує тільки загальні стратегічні питання фінансового керування. Корпоративні підприємства холдингової компанії покладають на себе розв'язання конкретних локальних завдань фінансового менеджменту. При цьому в чистому холдингу власники підприємства як мету ставлять зростання капіталізації учасників холдингової компанії без контролю над їхньою оперативною діяльністю.

Операційний холдинг поєднує підприємства однієї галузі або одного виду діяльності з метою забезпечення взаємодії поточної фінансово-господарської діяльності всіх підприємств. В операційному холдингу головна компанія здійснює повне управління поточною діяльністю підприємств-учасників. Корпоративні підприємства холдингової компанії, як правило, не займаються питаннями фінансового управління. Власники холдингової компанії прагнуть контролювати всю оперативну і фінансову діяльність підлеглих компаній.

У змішаний холдинг поєднуються як підприємства однієї галузі, так і суміжних галузей. У такій холдинговій компанії, як правило, учасниками є не окремі бізнес-одиниці, а групи підприємств, що виступають як субхолдинги. Функціональні зв'язки між підприємствами-учасниками значно ослаблені: холдингова компанія так само, як і в чистому холдингу, здійснює фінансове управління тільки в рамках реалізації стратегічних цілей, а розв'язання фінансових питань кожного субхолдингу здійснюється на рівні окремого корпоративного підприємства. Власників цікавить тільки прибутковість і якість фінансового менеджменту учасників холдингової компанії.

В цілому, організація фінансового менеджменту в холдингових структурах будується на координації фінансових потоків усередині холдингової компанії між його учасниками. Розроблені в цей час механізми перерозподілу грошових потоків усередині окремого незалежного

підприємства не можуть бути реалізовані усередині холдингової компанії, оскільки бізнес-одинацями в холдинговій структурі виступають не окремі ланки виробничого ланцюжка і підрозділу, а власне юридичні особи, в т.ч. самостійні.

Ураховуючи тип холдингової групи й інтереси її учасників (власників, холдингової компанії та корпоративних підприємств), можна змодельовати управління фінансовими потоками між корпоративними підприємствами холдингової компанії з метою досягнення максимальної ефективності від об'єднання компаній, що виражається не тільки в підвищенні прибутковості групи, але й у мінімізації ризиків їх об'єднання. При розробці моделі управління фінансовими потоками холдингу слід ураховувати такі складові фінансових потоків, як потоки між корпоративними підприємствами і потоки між корпоративними підприємствами і холдинговою компанією.

У фінансовому холдингу основною метою управління фінансовими потоками є максимізація прибутковості корпоративних підприємств. Для досягнення цієї мети фінансовій службі головної компанії та корпоративного підприємства необхідно забезпечити прозорість усіх фінансових потоків. Для вирішення цих завдань пропонується створення у фінансовому холдингу єдиного фінансового центру, який назовемо «корпоративний центр».

У моделі управління фінансовими потоками холдингової компанії слід розрізняти внутрішні та зовнішні фінансові потоки, які обмежені відповідними контурами. Корпоративний центр у чистому холдингу повинен здійснювати координацію внутрішніх фінансових потоків щодо розподілу прибутку, який належить усій холдинговій групі і перерозподіляє тимчасово вільні кошти холдингової компанії. При цьому корпоративний центр може виконувати функції казначейства або кредитного центру, акумулюючи і розподіляючи стратегічні фінансові ресурси холдингової

компанії та корпоративних підприємств між ними як на безкоштовній і безповоротній основі, так і на умовах платності і зворотності.

Створення корпоративного центру дозволить холдинговій компанії оптимізувати портфель активів корпоративних підприємств за рахунок ухвалення рішення з фінансування стратегічних інвестицій і управління структурою капіталу, забезпечити прозорість фінансових потоків, підвищити капіталізацію корпоративних підприємств, знизити фінансовий ризик холдингової групи за рахунок диверсифікації діяльності.

Відомо, що основним методом фінансового управління холдингової компанії є фінансовий контроль, що полягає в стимулюванні менеджерів корпоративних підприємств у досягненні необхідного розміру прибутку в рамках затвердженого бюджету.

Власники фінансового холдингу, як правило, делегуючи свої повноваження з реалізації стратегії бізнесу і стратегічного планування на корпоративний центр і фінансову службу холдингової компанії, вимагають від корпоративних підприємств не тільки підвищення прибутковості, а й урахування необхідності та можливості одержання додаткових переваг і фінансових ефектів від об'єднання різнорідних за видами діяльності компаній (синергії): обмін досвідом між учасниками холдингової компанії, реалізація складних і високоприбуткових проектів, використання єдиної процедури фінансового управління на рівні підприємств-учасників тощо.

Поліпшення виробничих і фінансових показників ефективності діяльності підприємств операційного холдингу як основної мети його фінансового управління вимагає не тільки прозорості фінансових потоків холдингової компанії, але й ретельного їх прогнозування, планування, а також реалізації заходів щодо їх оптимізації з боку фінансової служби. Менеджери корпоративних підприємств не беруть участі ні в стратегічному, ні в операційному плануванні фінансових потоків холдингової компанії, а отже, не можуть ухвалювати самостійні рішення



щодо залучення фінансових ресурсів і їх розподілу між напрямками діяльності.

В операційних холдингах при побудові системи керування фінансовими потоками також є доцільним створення корпоративного центру з тією лише різницею, що зазначений центр координує всі фінансові потоки холдингової компанії як внутрішні, так і зовнішні. Корпоративний центр операційного холдингу акумулює всі фінансові ресурси корпоративних підприємств і частину ресурсів холдингової компанії та централізовано розподіляє їх між учасниками холдингової компанії відповідно до стратегічного й поточного планів холдингової компанії, які розробляються і затверджуються головною компанією. При цьому корпоративний центр може виконувати не тільки функції кредитного центру або казначейства, але й функції клірингового центру. У цьому випадку за рахунок реалізації клірингових схем розрахунків відбудеться прискорення розрахунків як усередині холдингової компанії, так і із зовнішніми стосовно холдингової компанії контрагентами і податковими органами, що в підсумку приведе до оптимізації фінансових потоків. Крім того, урегулювання взаємних зобов'язань корпоративних підприємств холдингової компанії буде сприяти скороченню темпів зростання дебіторської і кредиторської заборгованостей і навіть їх зниженню, що дозволить визволити частину засобів для їхнього реінвестування в поточну діяльність. У процесі перерозподілу фінансових потоків через корпоративний центр облік потоків майна, переданого від корпоративних підприємств, і, навпаки, що звільняється відповідно до чинного податкового законодавства від оподаткування, надасть можливість холдинговій компанії знизити податкові зобов'язання.

В операційному холдингу до обов'язків фінансової служби повинні належати функції стратегічного планування: контроль складання і виконання бюджетів корпоративних підприємств, оцінка всіх ризиків



діяльності підприємств холдингової компанії. Корпоративні підприємства здійснюють свою діяльність відповідно до затверджених бюджетів і не мають повноваження фінансового управління. При цьому вся відповідальність за фінансування діяльності, розподіл фінансових ресурсів, ризики, організацію процесу бюджетування лягає на фінансовий підрозділ холдингової компанії — корпоративний центр. Завдяки широким повноваженням, цей орган управління холдингової компанії може ухвалювати стратегічні рішення, що пов'язані з великим різноманіттям і високим рівнем ризиків. Однак можливість повного фінансового керування з боку холдингової компанії може призвести спочатку до зниження і втрати об'єктивності при прийнятті управлінських рішень, а потім до втрати орієнтації на первісні стратегічні цілі діяльності.

В операційному холдингу власники, як правило, усвідомлюють необхідність здійснення погоджених управлінських дій, призначення на посаду необхідних фахівців в області фінансового керування, обліку досвіду фінансового менеджменту всіх корпоративних підприємств, реалізації багатoproфільних інвестиційних проектів. В такій холдинговій компанії при правильній побудові системи керування і її підсистем висока ймовірність досягнення стратегічних цілей корпоративних підприємств і отримання додаткових конкурентних переваг.

При управлінні змішаною холдинговою компанією доцільно побудувати модель керування фінансовими потоками, які застосовуються у фінансовому холдингу - бізнес-одиниці будуть виступати як окремі групи підприємств — субхолдинги, що самостійно здійснюють функції фінансового управління на рівні окремої групи. У структурі змішаного холдингу доцільно виділити центральне підприємство (центральна група) і корпоративний центр як окремий підрозділ або окрему організацію, які будуть здійснювати фінансове керування субхолдингами в рамках реалізації стратегічних цілей і виконання стратегічних планів холдингової компанії в

цілому. Фінансові служби субхолдингів повинні реалізовувати свої функції відповідно до цілей діяльності кожної окремої групи субхолдингу.

Розглянуті моделі керування фінансовими ресурсами холдингової компанії є лише моделями, які необхідно адаптувати до конкретних умов і цілей діяльності холдингів, їх типів. У кожному разі однією з умов досягнення поставлених цілей є оптимізація керування фінансовими ресурсами холдингової компанії.

Ураховуючи особливості корпоративного управління холдингової компанії, визначимо позиціонування корпоративного центру як центру аутсорсингу фінансового менеджменту корпоративних підприємств.

*Аутсорсинг фінансового менеджменту* визначимо як передачу корпоративному холдинговому центру виконання функцій фінансового менеджменту, спрямованих на формування, використання та розподіл фінансових ресурсів корпоративного підприємства для координації діяльності з отримання комбінаторних переваг.

У результаті аналізу літературних джерел систематизовано ключові типи моделей холдингових компаній з визначенням ролі корпоративного центру, джерела створення вартості, позиціонування корпоративного центру (табл. 4.1).

Ураховуючи що, законодавчо [23] закріплено головний принцип функціонування холдингової структури, а саме встановлення між холдинговою компанією і корпоративними підприємствами відносин контролю-підпорядкування, доцільним є формування корпоративного холдингового центру для аутсорсингу фінансового менеджменту корпоративних підприємств для отримання ними наступних переваг:

— надання ключових показників оцінки результативності роботи підприємства в єдиному форматі для кожного корпоративного підприємства холдингової компанії;

Таблиця 4.1

**Ознаки холдингових компаній залежно від їх типу**

Ознака холдингової компанії	Фінансовий холдинг	Стратегічно управляючий холдинг	Стратегічно управляючий холдинг та сервісний центр	Операційно управляючий холдинг
роль корпоративного центру	аналіз та пошук бізнесу для придбання (продажу), розподіл інвестиційних ресурсів	розробка корпоративної стратегії, управління портфелем КП з урахуванням синергії, установлення правил гри	розробка корпоративної стратегії, управління портфелем КП з урахуванням синергії, установлення правил гри, накопичення кращої практики корпоративного управління, надання сервісних послуг	сумісна розробка та прийняття ключових рішень
джерело створення вартості	корпоративні підприємства + зважені стратегічні рішення з управління портфелем КП	корпоративні підприємства + зважені стратегічні рішення з управління портфелем КП з урахуванням синергії	корпоративні підприємства + зважені стратегічні рішення з управління портфелем КП з урахуванням синергії + корпоративні знання досвід	корпоративний досвід та жорсткий контроль
позиціювання корпоративного центру	інвестиційна компанія	стратег, системщик, контролер	стратег, системщик, контролер і помічник	ключові функціональні менеджери

— зменшення витрат на утримання відділу фінансового менеджменту;

— можливість залучення високопрофесійних кадрів для здійснення фінансового менеджменту;

— надання можливості концентрації безпосередньо на здійсненні основних бізнес-процесів;

— переорієнтація внутрішніх ресурсів на інші цілі тощо.

Роль та функції корпоративного центру та ступінь самостійності корпоративних підприємств повинні враховуватись при побудові організаційно-економічного механізму корпоративного управління

холдингових компаній, який доцільно сформувавши з урахуванням переваг формування інтегрованих холдингових структур, схем поєднання дольової участі корпоративних підприємств у холдинговій компанії шляхом утворення проміжних холдингових компаній, організаційних структур холдингової компанії і корпоративних підприємств.

Слід зазначити, що серед організаційних схем інтеграції холдингових компаній можливі такі варіанти:

— інтеграція шляхом включення членів холдингової компанії як голови спостережної ради корпоративних підприємств — класична холдингова компанія (система мультидиректорату);

— інтеграція усіх голів правління корпоративних підприємств до управління холдингової компанії — система мультипозицій;

— інтеграція шляхом рівноважного подвійного мандату членів правління корпоративного підприємства в органі управління холдингової компанії — еквівалент «концерну».

Підсумовуючи, зазначимо, що механізм корпоративного управління холдингової компанії визначається переважно роллю корпоративного центру та ступенем самостійності корпоративних підприємств.

#### **4.2. Механізм корпоративного управління холдинговими компаніями з позицій системного підходу**

Необхідність застосування положень системного підходу з метою дослідження механізму корпоративного управління холдинговими компаніями обумовлено тим, що холдингова компанія є, з одного боку, компанією, бізнес-портфель якої складається із контрольних пакетів акцій

групи компаній (фінансовий підхід), а з іншого — системою, що включає в себе матеріальні й нематеріальні активи (бухгалтерський підхід).

До того ж, системний підхід як загально науковий метод дослідження, дозволить виявити суттєві закономірності при формуванні механізму корпоративного управління холдинговими компаніями або ж з метою розробки пропозицій щодо його удосконалення.

З позицій системного підходу холдингова компанія розглядається як система, в якій вивчаються властивості об'єктів, що входять до її складу, (корпоративних підприємств), виявляються можливі взаємовідносини, визначаються цілі та завдання, забезпечується контроль їх виконання, а також можливість коригування і постановки нових.

Існують різні підходи до визначення поняття «система» [53-56] але, на нашу думку, найповнішим при розгляді економічних систем є визначення, яке дав Сидоренко В.М. «система — це сукупність елементів, які перебувають у структурному взаємозв'язку і утворюють певну цілісність» [57].

У загальній теорії систем і кібернетиці головна мета будь-якої високоорганізованої системи — збереження її основної якості при всіх зовнішніх і внутрішніх умовах функціонування, включаючи прояв спонтанності й активності елементів системи.

Головною метою, якої прагнуть досягти менеджери холдингової компанії, здійснюючи управління групою компаній, є підвищення її вартості за певний період часу. Це досягається за рахунок оптимального вибору структури й розміру бізнес-портфеля, а також ефективного управління таким портфелем протягом певного періоду часу. Виконання цих завдань покладено на холдингову компанію.

В дослідженні *бізнес-портфель холдингової компанії* визначимо як набір компаній, об'єднаних у групу, що мають єдину погоджену стратегію і

координують свої дії в розрізі не ізольованих елементів, а в якості єдиної системи, яка інтегрована для досягнення загальних цілей групи.

Між підсистемами і елементами бізнес-системи встановлюються зв'язки, які здійснюються у вигляді інформаційних, фінансових, матеріальних потоків і управлінських рішень і можуть бути перетворені в один із трьох згаданих потоків.

У загальній теорії систем докладно розглядаються властивості систем у роботах С.В. Ємельянова, В.М. Сидоренка, Р.У. Ешбі, А.Д. Холя та ін. [56-58]. Підсумовуючи, можна виділити основні властивості, які притаманні бізнес-системам (конгломератам, концернам, холдинговим компаніям тощо):

- цілісність;
- відносність ізольованості;
- ідентифікованість;
- різноманітність (множинність);
- невизначеність;
- інтегративність;
- комунікативність.

Ще однією властивістю, яку мають динамічні системи, є здатність відновлювати свою структуру або поведінку для компенсації впливу або змінювати його, пристосовуючись до умов навколишнього середовища. Розглядаючи холдингову компанію як систему, що само організується, ми бачим більш складний спосіб пристосування до змін зовнішнього середовища і можливість переходу до нового стійкого стану або ж еволюціонування у складніші системи.

Слід зазначити, що холдингові компанії мають певні можливості для маневру. Згідно з теоремою Р.У. Ешбі [56]: «Объединенная система элементов имеет более богатый выбор образов поведения, чем система, которая представляет собой совокупность изолированных частей, то есть

увеличение размерности систем приводит к возникновению в ней качественно новых свойств».

Зазначимо, що, розглядаючи холдингову компанію як складну систему із великою кількістю елементів, ця форма інтегрування підприємств потребує ефективну систему управління, яка реалізується через механізм корпоративного управління холдингової компанії.

*Механізм корпоративного управління холдинговими компаніями* доцільно розглядати як систему взаємопов'язаних принципів, методів, алгоритмів управління, спрямованих на досягнення стратегічних цілей холдингової компанії, пов'язаних з максимізацією ринкової капіталізації та збільшенням прибутковості акцій. Схематично вищевказаний механізм зображено на рис. 4.1.

Важливою складовою механізму корпоративного управління холдинговими компаніями також є стратегічний, інвестиційний, фінансовий та організаційний контролінг корпоративних підприємств, які інтегровані до холдингової компанії.

Особливу увагу слід приділяти розробці стратегії сумісної діяльності корпоративних підприємств холдингових компаній, формуванню оптимального складу корпоративних підприємств та механізму виробничо-технологічної кооперації в процесі реалізації корпоративної стратегії, механізму внутрішньо корпоративного управління та регулювання їх сумісної діяльності.

При вивченні взаємодії декількох бізнес-систем (злиття, поглинання, створення холдингових компаній) або елементів однієї системи (корпоративних підприємств) необхідно враховувати можливість виникнення синергетичного ефекту (як позитивного, так і негативного), наприклад, у вигляді ефекту «масштабу» або ж отримання додаткових конкурентних переваг.

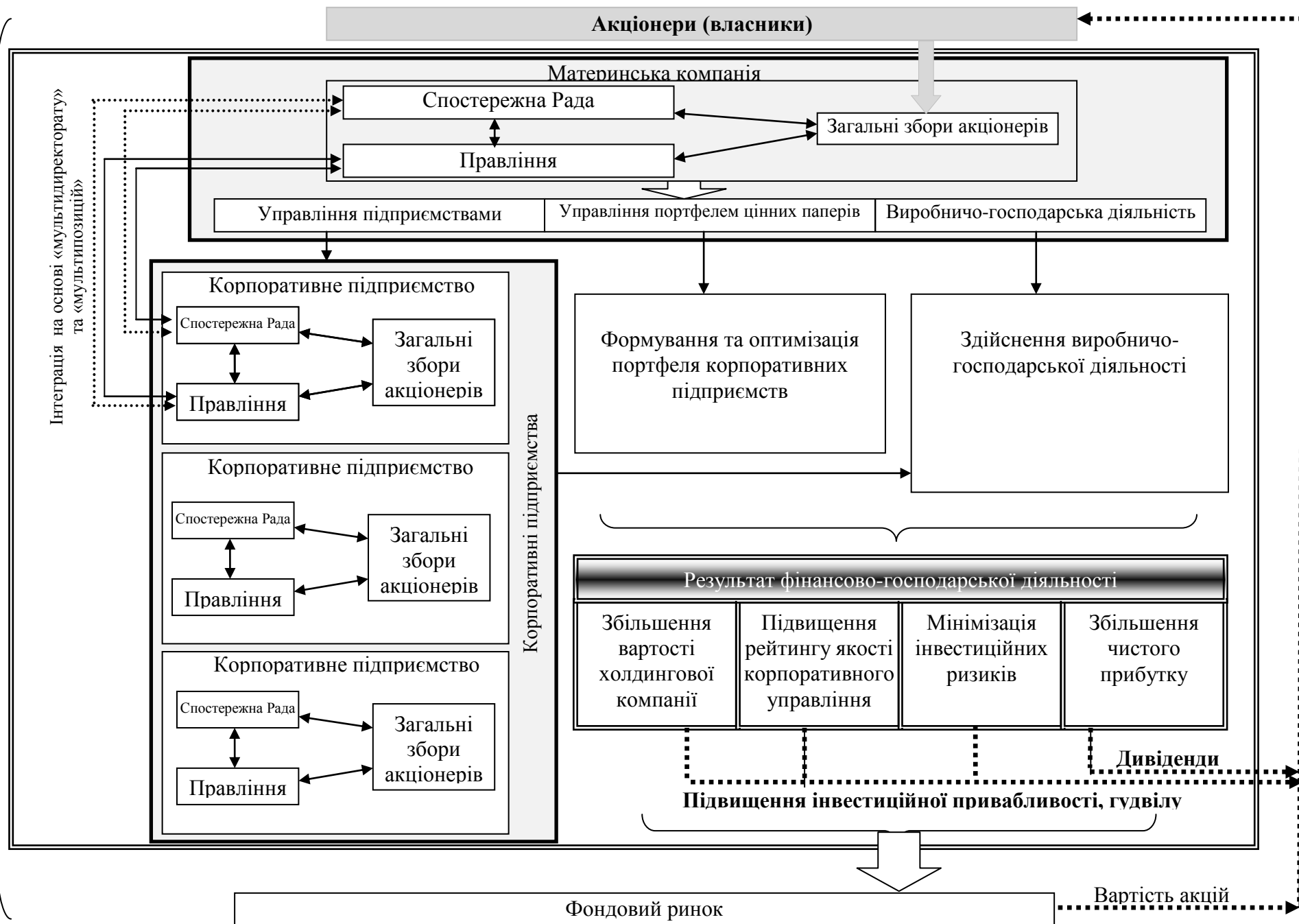


Рис. 4.1. Організаційно-економічний механізм корпоративного управління холдинговими компаніями



#### **4.3. Організаційно-економічний механізм корпоративного управління холдинговими компаніями**

Сьогодні особливої актуальності набуває вивчення концептуально-методологічних засад формування організаційно-економічного механізму корпоративного управління холдинговими компаніями з урахуванням сучасних методик визначення ринкової вартості акціонерних товариств, цивілізованих стандартів корпоративного управління, прийнятих у всьому світі.

Аналіз результатів досліджень [59] показав, що висвітлюючи особливості функціонування холдингових компаній, дослідники у більшості випадків пропонують збільшувати їх ефективність шляхом впровадження заходів організаційного характеру. При цьому виникає протиріччя: з одного боку, отримання ефекту синергізму традиційно вважається основним критерієм доцільності проведення злиття (поглинання); а з іншого — дослідження джерел виникнення закономірностей формування ефекту від утворення холдингової компанії зводиться до тези про *додатковий грошовий потік від об'єднання*, який надзвичайно складно визначити як на момент утворення холдингової компанії, так і в процесі його функціонування. Складність розрахунку ефекту синергізму обумовлена тим, що у найзагальнішому вигляді він дорівнює різниці між грошовим потоком холдингу та грошовими потоками корпоративних підприємств як незалежних суб'єктів господарювання. Якщо холдингова компанія ще не утворилася, то проблеми виникають з визначенням першої складової, а якщо вже функціонує — з розрахунком другої. Саме цим пояснюється те, що сучасні дослідники проблем функціонування холдингових компаній пропонують організаційні заходи підвищення їх ефективності і як

альтернативу синергетичному ефекту розглядають додаткові переваги, які виникають в результаті взаємодії інтегрованих підприємств.

Використанню додаткових переваг в якості ефекту присвячено багато праць. Але, на нашу думку, більш повно визначення додаткових переваг наведено у дослідженні японського вченого Х. Ітамі у його праці «Mobilizing Invisible Assets». Так, під додатковими перевагами розуміється отримання *комбінаторних переваг*, які полягають в ефективному і продуктивному використанні й акумулюванні портфеля стратегічних елементів компанії [60]. Як стверджує Хіроюкі Ітамі, стратегія фірми повинна бути збалансована в п'яти сферах:

- у трьох зовнішніх (споживачі, конкуренти та технології);
- двох внутрішніх (ресурси та організація).

Японський дослідник розглядає кожен із цих сфер, виділяючи проблеми, які виникають при побудові головної стратегії, тобто досягнення максимальної вигоди від використання ресурсів і створення адекватних ресурсів; а синергізм - як процес підвищення ефективності використання ресурсів.

В своєму дослідженні Х.Ітамі визначає 2 види ресурсів: фізичні (матеріальні) активи (виробничі потужності) і невидимі (нематеріальні) активи, тобто невлічимі ресурси, якими можуть бути торгові марки, знання споживачів, володіння технологіями, залучення співробітників, корпоративна культура, які є найкращим довгостроковим джерелом створення конкурентних переваг компанії. Ці переваги не можна придбати за гроші, вони можуть використовуватися і розвиватися в різних підрозділах компанії, можуть комбінуватися або використовуватися в нових напрямках, забезпечуючи зростання компанії.

Компанія повинна прагнути до підвищення результатів використання всіх наявних ресурсів. Для досягнення цієї мети пропонується вдосконалення коефіцієнта використання фізичних ресурсів (розширення

товарного асортименту без збільшення виробничих потужностей) або вихід на нові ринки. Підвищуючи ефективність використання фізичних ресурсів, компанія скорочує витрати, що і забезпечить так званий «комплементарний ефект». При всій своїй важливості останній навряд чи здатний забезпечити стійкі конкурентні переваги, тому що він може бути відносно легко відтворений компаніями, що конкурують; адже й вони можуть досягти скорочення витрат за допомогою розширення товарного асортименту.

Х. Ітамі доходить висновку, що комплементарний ефект не є дійсним джерелом синергізму. Синергетичний ефект досягається тільки тоді, коли компанія використовує свої унікальні ресурси — невидимі активи. Наприклад, випадок, коли компанія виходить на ринок під добре відомою споживачам торговельною маркою. Отже, вона використовує нематеріальні активи для створення чогось нового, що і детермінує виникнення синергетичного ефекту.

Синергізм нагадує економічний феномен, оскільки невидимі активи однієї частини компанії, можуть одночасно використовуватися де завгодно під час відсутності яких-небудь втрат. Водночас, багато компаній ігнорують свої невидимі активи, унаслідок чого вони втрачають можливість досягнення синергетичного ефекту. У той же час компаніям слід проявляти обережність, тому що спільні зусилля не завжди забезпечують бажаний ефект і виникає ризик втрати власної репутації. Також у менеджерів може виникнути спокуса переоцінки конкурентних переваг і ухвалення рішення про виробництво неприбуткових товарів, спираючись на те, що вони можливо володіють синергією.

Звужуючи визначення синергізму до використання невидимих активів, Х. Ітамі відходить від точки зору І. Ансофа [42, 61], який припускає використання ефекту масштабу («комплементарний ефект»), а також усупільнення в портфелі компанії нематеріальних активів, таких як експертні знання або імідж. Х. Ітамі стверджує, що комплементарні і

синергетичні ефекти супроводжують один одного. Проводячи межі між ними, він намагався надихнути менеджерів на більш відкритий розгляд синергетичного потенціалу таких активів, як технологічні знання або ділова репутація. Такий підхід уявляється нам цілком обґрунтованим, тому що невидимі ресурси забезпечують основу для зростання та капіталізації компанії.

У теоретичному плані підхід японського дослідника до стратегії і синергізму нагадує ресурсну концепцію діяльності фірми, прихильники якої стверджують, що компанію слід розглядати не як дискретний бізнес, а як набір матеріальних і нематеріальних активів, або ресурсів. Так, Дж. Барні (*J. B. Barney*) розділяє ресурси компанії на фізичний, людський і організаційний капітал [62]. Категорії, які він виділяє, включають здатність і навички компанії, її організаційну практику і цінності, так само як і її фізичні активи (заводи, машини, устаткування, земля).

Кожна інтегрована компанія, в тому числі холдингової компанії, має якийсь набір ресурсів, найважливішими з них є ті, які забезпечують наявність конкурентних переваг і які повинні закладатись в основу при побудові організаційно-економічного механізму корпоративного управління холдинговими компаніями.

Під *організаційно-економічним механізмом корпоративного управління холдинговими компаніями* розуміємо систему взаємозв'язаних принципів, методів та алгоритмів управління, форм організації, норм і нормативів, спрямованих на досягнення стратегічних цілей холдингової компанії, пов'язаних з максимізацією ринкової капіталізації та підвищенням соціальної відповідальності компанії перед трудовим колективом і суспільством шляхом зміцнення корпоративних принципів управління.

Ураховуючи вище наведене, організаційно-економічний механізм корпоративного управління холдинговими компаніями можна представити у вигляді схеми, наданої на рис. 4.2.

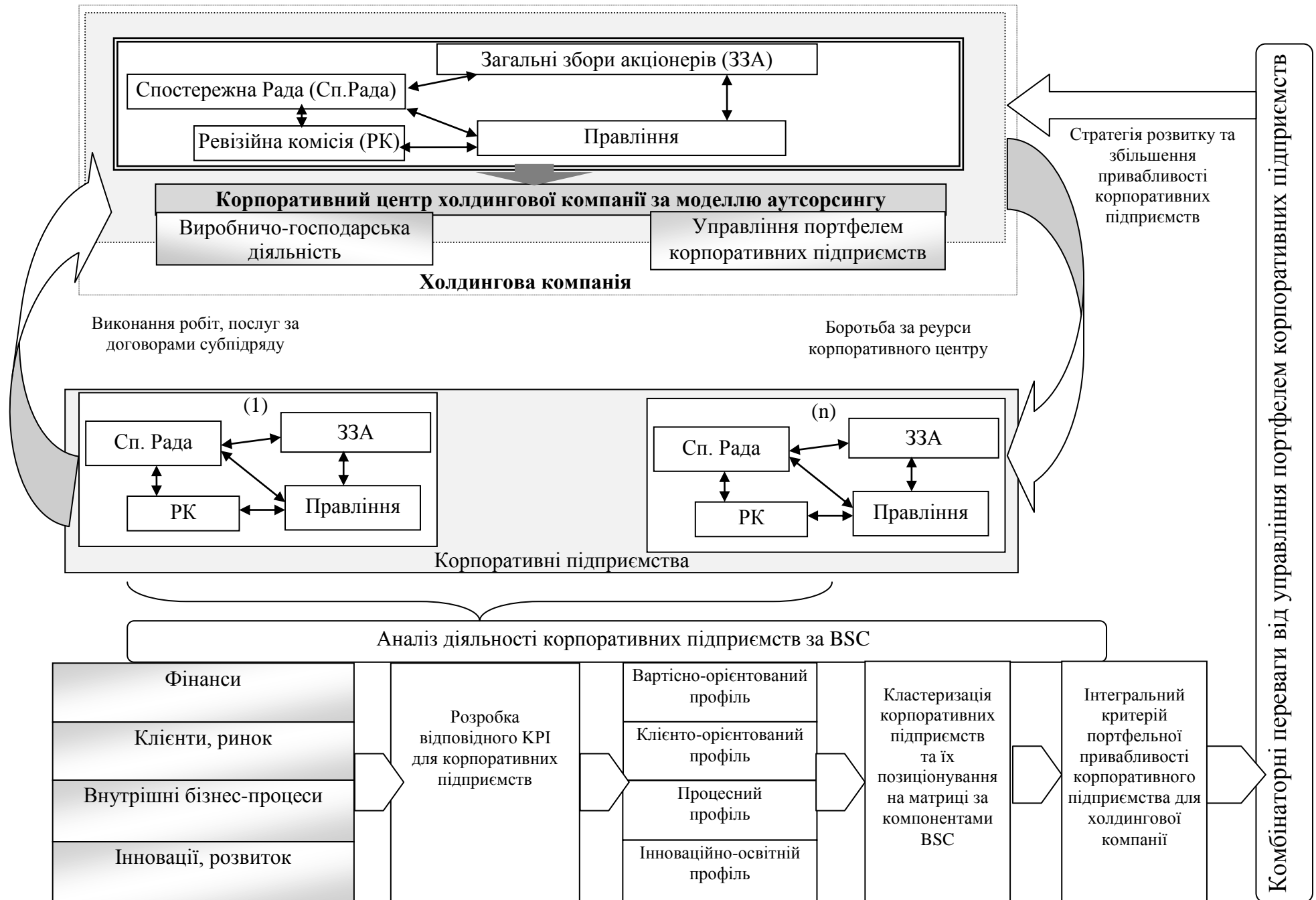


Рис. 4.2. Організаційно-економічний механізм корпоративного управління холдинговими компаніями за збалансованою системою показників

Представлений механізм дозволяє здійснювати комплексне управління результативності діяльності холдингової структури з використанням сучасних механізмів корпоративного управління, стратегічного і фінансового менеджменту, сучасних технологій оцінки вартості бізнесу.

Особливістю вказаного механізму є можливість урахування комбінаторних переваг холдингових компаній на основі позиціонування корпоративних підприємств холдингової компанії на матрицях за компонентами BSC.

При цьому розподіл та використання додатково отриманих переваг здійснюється корпоративним центром холдингової компанії шляхом аутсорсингу (передачі повноважень) фінансового менеджменту корпоративними підприємствами холдинговій компанії.

Формування економічно-аналітичного забезпечення впровадження моделі аутсорсингу фінансового менеджменту холдингової компанії дозволить розробити та реалізувати єдину фінансову, інвестиційну, виробничо-господарську та науково-технічну політику на основі збалансованої системи показників щодо корпоративних підприємств.

До основних функцій корпоративного центру — центру аутсорсингу холдингової компанії - в організаційно-економічному механізмі корпоративного управління холдингової компанії доцільно віднести:

- стратегічне управління портфелем корпоративних підприємств на базі розрахунку інтегрального критерію портфельної привабливості корпоративного підприємства, багатоваріантну імітацію та позиціонування обраних параметрів з визначенням потенціалу портфельної привабливості корпоративних підприємств кожного кластеру за збалансованою системою показників для забезпечення комбінаторних переваг;

- стратегічне управління окремими корпоративними підприємствами портфеля холдингової компанії;

- контролювання фінансових результатів діяльності корпоративних підприємств і всієї холдингової компанії в цілому;
- складання консолідованої звітності групи корпоративних підприємств;
- визначення єдиної інвестиційної, маркетингової політики тощо;
- централізація інвестиційних ресурсів та їх спрямування на найбільш перспективні й прибуткові напрями бізнесу;
- здійснення координаційних і комунікаційних зв'язків між учасниками холдингової компанії;
- проведення аудиторських перевірок.

Отже, організаційно-економічний механізм, який пропонується, дозволить здійснювати комплексне управління діяльністю холдингових компаній, використовуючи сучасні механізми стратегічного і фінансового менеджменту, організаційні заходи, технології оцінки вартості компанії на основі сучасних принципів корпоративного управління.

Одночасно вартісно-орієнтований організаційно-економічний механізм корпоративного управління за збалансованою системою показників дозволяє корпоративному підприємству визначити стратегічні орієнтири для досягнення стратегічних переваг інтегрування діяльності в структурі холдингового типу. При цьому слід ураховувати провідну роль прибутку в системі корпоративного підприємства. З одного боку, прибуток є головним стимулом підприємницької діяльності, який виступає головною рушійною силою спільної погодженої роботи учасників корпоративного підприємства. З іншого, неодмінними умовами генерації прибутку є створення складного цілісного комплексу організаційно-економічних та виробничо-технологічних факторів внутрішнього середовища підприємства, існування якого необхідне для створення доданої вартості. Ступінь взаємної погодженості цих факторів та рівень їхньої спільної відповідності зовнішнім умовам господарювання дозволяє сформувати

вихідні можливості для отримання прибутку. Проте тривалість генерації прибутку при цьому прямо залежить від спроможності учасників холдингової компанії зберігати та удосконалювати оптимальне сполучення факторів внутрішнього середовища. За таких умов прибуток (точніше, прагнення більшості корпоративних підприємств до продовження спільної взаємовигідної діяльності) стає чинником, який забезпечує згуртованість цих підприємств, та, як наслідок, системну єдність холдингової компанії (інтегративно-стимулююча функція прибутку).



## **РОЗДІЛ 5**

### **УДОСКОНАЛЕННЯ ІНСТРУМЕНТАРІЮ СТРАТЕГІЧНОГО УПРАВЛІННЯ ПРИБУТКОМ КОРПОРАТИВНИХ ПІДПРИЄМСТВ**

#### **5.1. Концептуальні основи стратегічного управління прибутком корпоративних підприємств**

Отримання прибутку є головною метою підприємницької діяльності, а забезпечення максимального рівня прибутковості — найважливішим критерієм оптимальності поточних управлінських рішень на підприємстві. Проте збільшення часового інтервалу планування суттєво ускладнює або навіть заперечує можливості використання прибутку як цільової функції підприємства, за якою здійснюється оцінка доцільності прийняття та реалізації управлінських рішень (особливо — довгострокового характеру). Складна економічна природа та різноманіття джерел формування прибутку обумовлюють наявність наступних особливостей забезпечення довгострокової прибутковості підприємства.

По-перше, точне прогнозування майбутнього прибутку підприємства передбачає необхідність не менш ретельного визначення розміру та структури потоків доходів і витрат, які, в свою чергу, є похідними від конкретних умов господарювання та забезпечення відповідності прийнятих на підприємстві управлінських рішень зазначеним умовам. Але збільшення інтервалу прогнозування веде до підвищення рівня невизначеності у цій сфері до повної неможливості кількісного визначення необхідних фінансових показників, унаслідок чого довгострокове фінансове

планування прибутку приймає слабоформалізований та навіть зовсім інтуїтивний характер.

По-друге, прибуток є формою винагороди підприємця за прийняття на себе підприємницького ризику фінансування інноваційного розвитку. Процес пошуку, генерації, відбору, впровадження та поширення інновацій підприємцем найчастіше — це результат напівсвідомого компромісу між обережним уникненням ризику зайво ризикованих рішень та прагненням до максимізації прибутку через реалізацію венчурних проектів. Вибір між цими двома альтернативними варіантами поведінки звичайно також здійснюється напівсвідомо, під впливом численних суб'єктивних факторів та обставин, що суттєво ускладнює формалізацію очікувань підприємця щодо передбачуваних доходів і витрат. Сприйняття достатнього рівня прибутковості та ризикованості підприємницької діяльності так само носить занадто суб'єктивний характер. Крім того, розмір прибутку залежить від ступеня ризику прийняття певних управлінських рішень (максимальний обсяг прибутку звичайно є результатом реалізації досить ризикових рішень), проте зворотного зв'язку майже не існує (величезна кількість надто ризикових рішень буде призводити тільки до значних збитків підприємства).

По-третє, визначення прийнятного (або бажаного) рівня прибутковості в більшості випадків здійснюється колективно, оскільки його отримання залежить від сумлінності та погодженості спільної діяльності багатьох учасників підприємства. Проте економічні інтереси та стимули осіб, від яких залежить прийняття відповідних рішень, за певні обставини здатні швидко змінюватися, тобто сучасна точка зору (суб'єктивне сприйняття) критеріїв визначення прийнятного рівня прибутковості та ризикованості вибору шляхів розвитку підприємства цими особами в майбутньому може докорінно перетворюватися. Так само з часом при формуванні концепції оптимального розміру прибутку підприємства можуть невідомо

змінюватися принципи та правила погодження інтересів учасників (механізми досягнення компромісних рішень), склад учасників та інші рамкові умови формування, використання та розподілу прибутку. Притаманне більшості сучасних форм організації великих масштабів підприємницької діяльності розширення кола зацікавлених осіб, думку яких обов'язково слід урахувати при плануванні прибутку, також ускладнює визначення оптимального розміру та шляхів забезпечення прибутку.

По-четверте, основою для прийняття будь-яких (довгострокових або поточних) управлінських рішень у сфері формування прибутку є дотримання принципу максимізації корисності (стимулююча функція прибутку). Проте розширення часового інтервалу при прогнозуванні прибутку призводить до ускладнення сприйняття цієї корисності зацікавленими учасниками підприємства, тобто до поширення їхньої уваги на задоволення соціальних, культурних, суспільних та інших потреб. Джерелом фінансового забезпечення реалізації зазначеного складного комплексу прагнень стає майбутній прибуток (через відповідний перерозподіл доходів або збільшення непродуктивних витрат). Крім того, необхідність задоволення складного комплексу цільових настанов діяльності підприємства накладає додаткові (позаекономічні) обмеження на прийняття управлінських рішень. Таким чином, при плануванні прибутку доводиться обов'язково брати до уваги прямий (бажаний майбутній перерозподіл доходів) та непрямий (додаткові обмеження) вплив позаекономічних факторів і обставин, що також суттєво ускладнює процес прийняття управлінських рішень.

По-п'яте, процес генерації прибутку носить чітко виражений відтворювальний характер — прибуток поточного періоду переважно споживається всередині підприємства для фінансування майбутнього розвитку (забезпечення отримання прибутку наступних періодів). Споживання (витрата прибутку на позавиробничі цілі власників та інших

учасників підприємства) у довгостроковій перспективі звичайно має здійснюватися за залишковим принципом, оскільки інакше не буде створено основи для відтворення потоку доходів. Проте сам факт отримання доходу не може бути автономною ціллю підприємства, а оптимальний обсяг прибутку має насамперед відповідати уявленням учасників підприємства про можливість задоволення у ближньому майбутньому їхніх особистих прагнень. Споживання прибутку для задоволення цих прагнень, яке обов'язково буде відбуватися у певний момент часу (при усвідомленні необхідності задоволення власних потреб учасників), може докорінно змінювати умови формування, використання та розподілу прибутку, що також ускладнює прийняття управлінських рішень у цій сфері.

Таким чином, невизначеність довгострокових умов формування прибутку, складна колективна природа управлінської діяльності у цій сфері, необхідність реалізації відтворювальної та мотиваційної функції прибутку обумовлюють переважно стратегічний характер прийняття управлінських рішень щодо забезпечення довгострокової прибутковості підприємства. Проте, з точки зору автора, управління прибутком посідає в системі стратегічного управління підприємством особливе місце.

На думку І. Ансоффа [42], стратегічне управління є видом людської діяльності, основу якої складають постановка цілей і задач організації, підтримка низку взаємовідносин між організацією та її оточенням для забезпечення досягнення встановлених цілей відповідно внутрішнім можливостям і сприйняттю зовнішніх змін. І. Ансофф стверджує, що головною ознакою результативності стратегічного управління є ступінь довершеності прийнятих управлінських рішень щодо пристосування до непередбачуваних змін зовнішнього середовища господарювання. Виразом такої довершеності можна вважати максимізацію довгострокового прибутку (через збільшення очікуваних доходів або мінімізацію непередбачуваних

вtrat у нових умовах). Таким чином, прибуток у стратегічному управлінні, на думку І. Ансофа, залишається не тільки важливою цільовою функцією діяльності підприємства, але й стає значущим критерієм оцінки гнучкості управлінських рішень, тобто їхньої здатності до забезпечення прийнятного рівня прибутку за умови настання релевантних змін умов господарювання.

З точки зору В.С. Пономаренко [63], найбільш суттєва концептуальна відмінність стратегічного управління від усіх видів планування полягає у визначенні необхідного комплексу дій підприємства, які мають поточний короткостроковий характер та реалізація яких повинна забезпечити бажаний майбутній стан підприємства. В.С. Пономаренко зазначає з цього приводу, що при стратегічному управлінні «з майбутнього здійснюється погляд на поточну діяльність підприємства». Необхідною умовою реалізації такого підходу є здійснення не тільки оцінки прямої результативності (прибутковості) прийнятих управлінських рішень (поточних або стратегічних), але й визначення подальшого впливу цих рішень на майбутні прибутки підприємства. Таким чином, кожне управлінське рішення обов'язково має розглядатися не тільки з точки зору його прямих наслідків (суми отриманого прибутку). Набагато важливішим критерієм оцінки оптимальності управлінських дій стає вплив наслідків їхньої реалізації на сукупний розмір прибутку, який буде отримано підприємством у плановому періоді.

І.С. Гурков стверджує, що стратегічне управління є системою цілеспрямованих дій компанії, які мають призводити до довгострокового перевищення рівня результативності діяльності підприємства над рівнем відповідних показників конкурентів. Він наголошує на тому, що сутність стратегічного управління полягає у визначенні напрямків розвитку підприємства, виборі своєрідної «траєкторії» його стратегічної трансформації, а також реалізації обраної стратегії, необхідної для досягнення зазначеної цілі. З цього твердження виходить, що головною

метою стратегічного управління стає забезпечення відносної прибутковості, за розміром більшої за відповідні показники конкурентів, а не тільки досягнення певного абсолютного обсягу генерації прибутку у довгостроковому періоді. З такою думкою погоджується Р.Л. Дафт [64], який зазначає, що стратегічний менеджмент — це набір рішень та дій щодо формулювання та впровадження стратегії для забезпечення підприємства найкращим конкурентними позиціями у зовнішньому середовищі та досягнення поставлених цілей у довгостроковій перспективі.

Р. Акофф [65] вважав, що сутність стратегічного управління полягає у вирішенні певного комплексу проблем розвитку підприємства («сонм проблем» або «проблемне місиво»). При цьому Р. Акофф зазначає, що вирішення цілісної сукупності проблем та завдань розвитку підприємства також повинно мати комплексний характер. Зв'язки та відносини, які виникають між різнорідними довгостроковими цілями підприємства, за таких обставин набувають самостійного значення. Таким чином, процес визначення шляхів забезпечення бажаної суми прибутку у довгостроковій перспективі обов'язково має складний багатокритеріальний характер.

На думку О.С. Віханського [66], стратегічне управління, спираючись на людський потенціал як основу організації, орієнтує виробничу діяльність на запити споживачів, здійснює гнучке регулювання та своєчасні зміни в організації, які відповідають «виклику» з боку зовнішнього оточення та сприяють формуванню оригінальних конкурентних переваг, що дозволяє економічній організації вижити та досягти встановлених цілей у довгостроковій перспективі. З цієї точки зору, забезпечення довгострокової прибутковості підприємства стає лише елементом більш складного критерію оптимальності управлінських рішень, сутність якого полягає у максимізації суспільної корисності. Цей критерій, окрім розміру прибутку, обов'язково повинен ураховувати споживчу цінність товарів та послуг, що виробляються, рівень задоволення персоналу, максимізацію податкових

платежів та інші фактори. Обов'язковість виконання вимог, які встановлюються цим критерієм, витікає з великої небезпеки нехтування суспільними інтересами, яка може поставити під загрозу сам факт існування підприємства та можливість виконання будь-яких планів (не тільки у сфері формування прибутку).

Ряд дослідників - В.М. Суторміна, В.М. Федосов, Н.С. Рязанова, З.Є. Шершньова [67-69] звертають увагу на суб'єктивність прийняття особами управлінських рішень у сфері стратегічного фінансового планування, фактору невизначеності зовнішнього середовища. На думку цих вчених, прийняття рішень у сфері формування довгострокових результатів діяльності прямо пов'язане з психологічними (особистими) характеристиками вищого керівництва підприємств, а отже, фінансово-економічні аспекти забезпечення довгострокової прибутковості безпосередньо пов'язані з психологічними проблемами осіб, які приймають управлінські рішення.

З точки зору авторів, вищезазначене твердження не меншою мірою стосується також власників та (дещо менш часто) інших учасників підприємства. Суб'єктивність (оптимістичність або песимізм у прогнозах безвідносно до природи таких оцінок) сприйняття довгострокових перспектив розвитку підприємства прямо відображається на очікуваннях учасників та як наслідок на притаманній ним психологічній готовності та прагненні до здійснення активних зусиль щодо досягнення будь-яких стратегічних цілей.

В.М. Суторміна, В.М. Федосов, Н.С. Рязанова визнають також, що загальні стратегічні плани часто заходять у суперечність із фінансовими планами, оскільки ці стратегії базуються на різних, зовсім несумісних передумовах. Загальна стратегія ґрунтується на врахуванні можливостей зміцнення конкурентної позиції на ринку конкретних товарів і послуг, а фінансова — на русі капіталів на фінансовому ринку. Тенденції розвитку

зазначених ринків різні, тому загальна стратегія часто не може бути підтримана відповідним фінансовим забезпеченням. Українські вчені наполягають також на неабиякому значенні для створення оптимальних фінансових планів правильному виборі мети, часових меж, а також загальних рекомендацій, характеру управлінських дій і спрямовані на досягнення мети.

Окрім зазначених принципових особливостей забезпечення довгострокової прибутковості при стратегічному управлінні, науковці виділяють також низку більш конкретних проблем, які наявні при прийнятті управлінських рішень у цій сфері.

Так, Ковальов В.В., І.В. Ліпсіц, В.В Косов, У. Шарп, Г. Александер, Д. Бэйли, Т.В. Теплова, В.М. Гриньова, В.О. Коюда, Т.І. Лепейко, Е.Й. Шилов, А.Ф. Гойко, В.А. Швандар, В.П. Савчук, А.І. Базілевіч, С.І. Прилипко та ін. [70-77] звертають увагу на неабияке значення активної інвестиційної діяльності та стратегічного планування інвестиційних процесів для забезпечення довгострокової прибутковості підприємства.

Інша група вчених Ф. Модільяні, М. Мілер, Дж. Лінтнер, М. Гордон, Е. Брігем, Р. Шарп, Б. Бреннан, В.В. Ковальов, Д. Баюра [70, 72, 78] наполягають на тісному зв'язку між процесами фінансового забезпечення майбутнього прибутку через формування капіталу та політикою розподілу фінансових результатів господарської діяльності (дивідендна політика). Урахування такого зв'язку, на думку цих науковців, є важливою умовою забезпечення довгострокової прибутковості, що обов'язково повинно знаходити відображення при формуванні комплексу стратегій підприємства. Питання вивчення складного характеру взаємовідносин між учасниками підприємства та відповідні труднощі погодження різноспрямованих інтересів при плануванні процесу генерації та розподілу прибутку в довгостроковій перспективі також детально розглядалися у роботах М. Дженсена, У. Меклінга, А. Шляйфера, Д. Вішни, Дж. Гелбрейта,



Н. Многоліта, Р.Мерріса, Г.Саймона, Д.Грейсона, К. О'Делла, Д. Котца, Л.І. Євенка, К. Майера, Б.З. Мільнера, О. Уільямсона, М.І. Круглова, П.В.Забеліна, І.Гуркова, Є.Абрамова та ін. [78-81].

Втілення зазначених особливостей забезпечення довгострокової прибутковості підприємства здійснюється при формуванні системи стратегічного управління розвитком підприємства, складовою якої є підсистема стратегічного управління прибутком.

Загальна методологічна база формування системи стратегічного управління, з точки зору І. Ансоффа [42, 61], складається з комплексу наступних концептуальних основ: концепція цілеполагання, тобто свідомої генерації та відбору базових критеріїв для визначення й оцінки стратегічних напрямків розвитку підприємства; концепція стратегічних зон господарювання та стратегічних зон ресурсів, за якою зовнішнє середовище підприємства складає сукупність сегментів з однорідних груп покупців і постачальників, господарські відносини з якими мають для підприємства стратегічне значення та вихід на які підприємство має або прагне отримати; концепція стратегічних бізнес-одиниць, за якою організація ефективної взаємодії підприємства зі складовими стратегічних зон господарювання та стратегічних зон ресурсів має здійснюватися шляхом виокремлення відносно автономних груп підрозділів у структурі підприємства; концепція «диференціації-інтеграції-інтернаціоналізації» і трансформації бізнес-портфеля підприємства; концепція конкурентного профілю підприємства, за яким сукупність релевантних параметрів внутрішнього середовища підприємства має відповідати властивостям його навколишнього оточення, причому ступінь такої відповідності (за параметрами) є джерелом формування стратегічних конкурентних переваг підприємства; концепція синергізму стратегій, за якою вся сукупність стратегій — це цілісна система.

Проте, на думку В.С. Пономаренка [82], методологія стратегічного

управління, запропонована І. Ансоффом, більшою мірою орієнтована на вирішення стратегічних завдань адаптації підприємства, пристосування до умов невизначеності та ризику. В.С. Пономаренко виділяє більш складний набір можливих варіантів побудови системи стратегічного управління, а саме: система управління на основі вибору стратегічних позицій; система управління з ранжуванням стратегічних задач; система управління в умовах несподіваних подій; система управління по слабких сигналах.

Серед зазначених систем орієнтація на вирішення проблем забезпечення довгострокової прибутковості підприємства найбільш притаманною для систем управління на основі вибору стратегічних позицій та управління з ранжуванням стратегічних задач.

Стратегічне управління за допомогою вибору стратегічних позицій, з точки зору В.С. Пономаренка, стало логічним розвитком стратегічного планування, суть якого полягала у доповненні планування потенціалу підприємства. Логічна послідовність управлінських дій передбачає при цьому виконання таких кроків: аналіз перспектив підприємства; установлення пріоритетів і розподіл ресурсів між різноманітними перспективними видами діяльності підприємства; аналіз можливих варіантів диверсифікації підприємства; прогноз динаміки чинників нестабільності; планування нових стратегій, що відповідають очікуваним рівням нестабільності середовища; планування зміни організаційних можливостей підприємства, що відповідають новому набору найкращих стратегій.

Таким чином, визначення перспектив підприємства, серед яких неабияке значення посідає забезпечення довгострокової прибутковості, за цією моделлю є вихідним етапом планування стратегічного розвитку.

Причинами виникнення системи управління з ранжуванням стратегічних задач В.С. Пономаренко вважає прискорення та збільшення різноманітності змін навколишнього середовища. Швидкі перетворення

зовнішнього середовища обумовили необхідність відповідного прискорення реакції підприємства. Механізми управління шляхом ранжування стратегічних задач не передбачають етапу формування й вибору стратегій і містять такі кроки: постійне спостереження за тенденціями в змінах ринкового середовища; нові можливості і погрози, що з'являються, стають джерелом формулювання нових стратегічних задач; у системі менеджменту підприємства здійснюється категоризація задач за ступенями терміновості та важливості; задачі, що мають найвищі пріоритети, передаються у відповідні підрозділи підприємства для підготовки і прийняття рішень; надалі процес прийняття рішень контролюється на предмет відповідності наслідків рішень наявним у системі менеджменту стратегічним настановам; практично безупинно проводиться відновлення і перегляд актуальних стратегічних задач. В описаній системі довгострокова прибутковість посідає помітне місце.

Запропонована В.С. Пономаренком оригінальна ієрархічна структура стратегічного управління базується на використанні ситуаційно-ресурсного підходу, перевагами якого є спроможність вирішувати управлінські задачі в умовах відсутності формалізованої мети і процесу функціонування, можливості структурування ресурсів підприємства та кількісної оцінки якісних управлінських рішень за допомогою методу аналізу ієрархій.

Більш традиційного підходу щодо визначення структури системи стратегічного управління розвитком підприємства дотримується М.І. Круглов [83]. На його думку, в системі стратегічного управління цілі знаходять втілення в певній стратегії (системі стратегій) за допомогою вивчення перспектив, які виявлені шляхом стратегічного аналізу. Потім для кожної цілі управління (ЦУ) ставиться у відповідність вектор показників (критеріїв управління — КУ), наслідок чого утворюється пара сукупності задач по досягненню цілей. Структура системи стратегічного управління представлена на рис. 5.1.

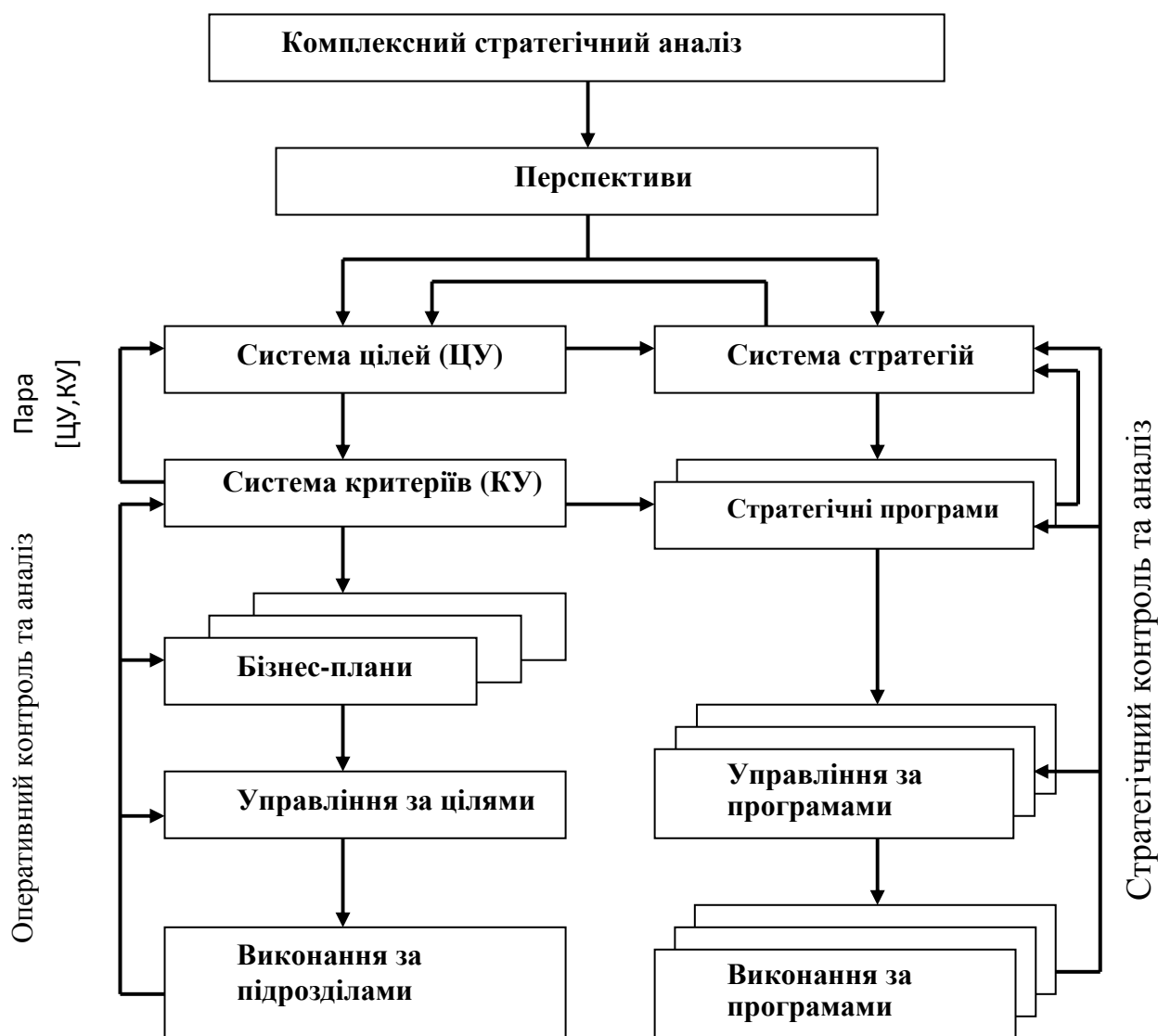


Рис.5.1. Структура системи стратегічного планування

Ці задачі, в свою чергу, поділяються на дві основні групи: короткострокові (поточні) і стратегічні. Поточні задачі трансформуються в поточні програми, спрямовані на досягнення поточної рентабельності, які можуть розроблятися в формі бізнес-плану. Відповідальність за вирішення поточних задач покладається на «оперативні» підрозділи підприємства. Для виконання стратегічних задач розробляються стратегічні програми за стратегічними напрямками розвитку підприємства. Такі програми в цілому закладають основи майбутньої рентабельності, їх виконання вимагає використання особливих процедур організації та контролю (здійснення

стратегічного контролю).

На думку З.Є.Шершньової та С.В.Оборської [69], реалізація стратегічного управління може здійснюватися на базі п'яти основних моделей: модель на основі визначення «стратегічної прогалини»; модель на основі урахування ринкових переваг; модель, орієнтована на створення та підтримку конкурентоспроможності підприємства; модель, орієнтована на створення позитивного іміджу; моделі, що враховують розміри підприємств.

Вирішення питання забезпечення довгострокової прибутковості найбільш притаманним є для моделі визначення «стратегічної прогалини».

На наступному етапі визначається «поле стратегічних рішень», які мають прийняти керівники підприємства, щоб перетворити наявні тенденції у належному напрямку з метою досягнення потрібних параметрів розвитку підприємства (верхня межа «стратегічної прогалини»). Такий підхід робить акцент на приведення у відповідність «того, що можливо» з «тим, чого треба досягти» (насамперед — у сфері генерації фінансових результатів).

Поле стратегічних рішень може охоплювати широкий спектр пропозицій щодо освоєння нових ринків, продуктів, додаткових послуг, а також сприяння розвитку сильних і пом'якшення (або усунення) слабких сторін діяльності підприємства. Для цього використовується вся множина моделей і методів обґрунтування стратегічних рішень, які допомагають заповнити «стратегічну прогалину», насамперед, на основі розробки нових товарних стратегій.

Таким чином, на думку авторів, питання забезпечення довгострокової прибутковості носить чітко виражений стратегічний характер і є одним з головних завдань стратегічного управління. Основними особливостями прийняття стратегічних управлінських рішень щодо забезпечення довгострокової прибутковості підприємства є:

- 1) складний багатокритеріальний характер оцінки управлінських

рішень щодо визначення шляхів забезпечення довгострокового прибутку підприємства;

2) наявність складних відносин підпорядкованості мети забезпечення довгострокового прибутку до загального критерію максимізації суспільної корисності;

3) необхідність забезпечення відносної довгострокової прибутковості, за розміром більшої за відповідні показники конкурентів, а не тільки досягнення встановленого обсягу прибутку у довгостроковому періоді;

4) суб'єктивний характер оцінки (вибору критеріїв) прийнятного рівня ризикованості стратегічних управлінських рішень щодо формування прибутку, та, як наслідок, можливість формування різних стратегій забезпечення прибутковості.

Слід також зазначити, що в практиці стратегічного управління підприємствами вирішення проблем забезпечення довгострокової прибутковості часто розглядається як проміжна мета, яка має тільки сприяти вирішенню більш важливих проблем - досягнення стійких конкурентних переваг, розширення долі ринку, забезпечення сталості або гнучкості організації економічної діяльності, створення позитивного іміджу та ін. Проте вирішення усіх зазначених проблем повністю залежить від наявної можливості доступу підприємства до стратегічних ресурсів, умовою чого є безперервна генерація додаткової вартості, яка необхідна для відтворення цих ресурсів. Крім того, саме прибуток є основним джерелом задоволення усього складного комплексу прагнень та інтересів, зосереджених навколо діяльності підприємства.

Зазначені особливості обумовлюють необхідність та доцільність формування та розвитку в системі стратегічного управління підприємством окремої підсистеми стратегічного управління фінансовими результатами діяльності.

## **5.2. Логіко-графічне моделювання стратегії управління прибутковістю корпоративних підприємств**

Підсистема стратегічного управління прибутком є важливою складовою загальної системи стратегічного управління підприємством. Забезпечення довгострокової прибутковості, генерація певного обсягу прибутку у значному часовому інтервалі є важливою умовою досягнення більшості стратегічних цілей та джерелом задоволення складного комплексу інтересів та очікувань учасників підприємства.

Підтвердженням неабиякого значення забезпечення довгострокової прибутковості для збереження єдності та стабільності розвитку акціонерного товариства є модель «дерева цілей», у якій загальна мета полягає саме у тривалій генерації максимального обсягу прибутку (рис.5.2).

Дерево цілей у цьому випадку є наочним графічним зображенням підпорядкованості та взаємозв'язку цілей, що демонструють розподіл загальної мети (генерації максимального обсягу прибутку у тривалому періоді) на підцілі, завдання та окремі задачі.

Забезпечення довгострокової прибутковості в ролі ідеальної загальної мети — це уявлення про бажаний обсяг перерозподілу додаткової вартості, при досягненні якого у довгостроковій основі (на весь строк, визначений горизонтом планування) може бути забезпечено задоволення прагнень усіх без винятку учасників підприємства. Таким чином, оптимальність будь-якого стратегічного або поточного рішення зрештою буде визначатися ступенем відповідності результатів реалізації цього рішення такому бажаному обсягу створення додаткової вартості у формі прибутку.

Декомпозицію (розкриття структури системи, при якому за однією характеристикою її поділяють на окремі складові) загальної мети забезпечення довгострокової прибутковості доцільно здійснювати за

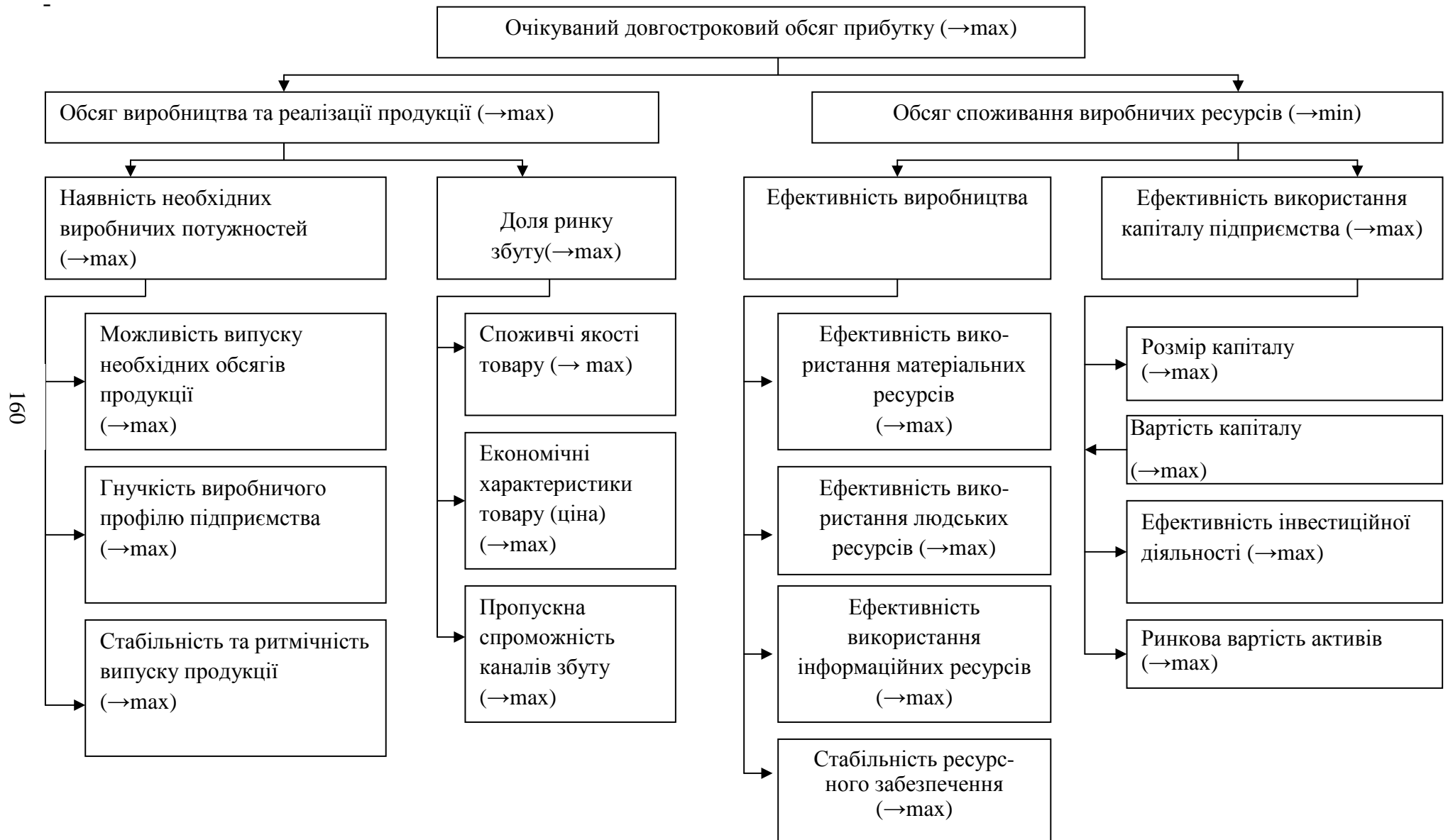


Рис. 5.2. Декомпозиція загальної мети забезпечення довгострокової прибутковості підприємства (мета 1-го рівня дезагрегації)



ознакою причинно-наслідкових зв'язків між факторами, від яких залежить генерація прибутку. Таким чином, здійснюється прив'язка генеральної мети (довгострокової прибутковості) зі способами її досягнення, сформульованими у вигляді завдань окремим виконавцям.

При побудові дерева цілей слід урахувати необхідність забезпечення вимоги повноти редукції, тобто правила зведення складного явища, процесу або системи до більш простих складових. Обов'язковими умовами забезпечення повноти редукції у цьому випадку є:

1) мета вищого рівня (забезпечення довгострокової прибутковості) є орієнтиром, основою для розробки (декомпозиції) цілей нижчого рівня, тобто доцільності вибору та встановлення очікуваних показників досягнення цілі нижнього рівня визначається релевантність її впливу на фінансові потоки доданої вартості у довгостроковій перспективі;

2) будь-які цілі нижчих рівнів слід вважати способами досягнення мети вищого рівня (забезпечення довгострокового прибутку) і мають бути представлені так, щоб їхня сукупність зумовлювала досягнення початкової мети (відповідно та із збереженням причинно-наслідкових зв'язків між факторами);

3) при побудові дерева цілі довгострокової прибутковості має зберігатися повнота відображення (урахування впливу усіх значущих факторів) процесу формування прибутку з дотриманням вимоги несуперечливості факторів (цілей нижчого та верхнього рівнів);

4) на кожному рівні сукупність підцілей повинна бути достатньою для опису цілі вищого рівня, тобто мати у своєму складі усі проміжні цілі, досягнення яких є передумовою забезпечення цілі вищого рівня;

5) декомпозиція мети довгострокової прибутковості на підцілі на кожному рівні має виконуватися за одним методологічним підходом (визначення оптимального співвідношення між фінансовими потоками від здійснення певного виду підприємницької діяльності (максимізація доходів) та витратами необхідних для цього ресурсів (мінімізація витрат));

6) усі цілі дерева незалежно від рівня визначення мають бути сформульовані в термінах робіт, що мають відповідати змісту конкретних управлінських задач, виконання яких покладено на конкретних працівників або структурні підрозділи підприємства;

7) забезпечення вертикальної та горизонтальної координації цілей. Вертикальна координація цілей дає змогу узгоджувати непов'язані між собою напрямки діяльності та формувати конкурентні переваги всього підприємства, що має особливе значення з урахуванням компромісного характеру більшості управлінських рішень у сфері забезпечення довгострокової прибутковості. Горизонтальна координація має забезпечувати більш ефективне використання виробничого потенціалу підприємства та його складових у процесі генерації довгострокового прибутку.

При побудові дерева цілі забезпечення довгострокової прибутковості доцільним є використання методу забезпечення необхідних умов, сутність якого полягає у тому, що сформульована генеральна мета деталізується на основі вимог щодо форми та умов, необхідних для досягнення цієї мети, а також на основі складання переліку оцінок структури цілей, а також визначення заходів для досягнення цілей.

Декомпозиція загальної мети забезпечення довгострокової прибутковості підприємства, яка подана на рис.5.2, здійснювалася на основі визначення факторів формування прибутку, виходячи з чого першим рівнем деталізації бажаного обсягу прибутку є визначення оптимального співвідношення потоку доходів та витрат ресурсів. Другий рівень декомпозиції складають фактори, що обумовлюють досягнення таких обсягів доходів та витрат, які б задовольняли встановлене вище співвідношення. Слід зазначити, що через наявність функціональних відносин між елементами дерева не виникає майже ніяких протиріч, оскільки зв'язки між ними носять причинно-наслідковий характер.

На рис.5.3 та рис 5.4. представлені схеми дезагрегації цілі максимізації обсягу виробництва та реалізації продукції і мінімізації обсягу споживання виробничих ресурсів, що в комплексі становлять результат декомпозиції



Рис. 5.3. Декомпозиція мети максимізації обсягу виробництва та реалізації продукції  
(1-2 рівні дезагрегації мети забезпечення довгострокової прибутковості підприємства)



Рис. 5.4. Декомпозиція цілі мінімізації обсягу споживання виробничих ресурсів (1-2 рівні дезагрегації цілі забезпечення довгострокової прибутковості підприємства)

загальної цілі забезпечення довгострокової прибутковості підприємства.

Проте навіть за умови вдалої декомпозиції загальної цілі забезпечення довгострокової прибутковості при використанні цієї цілі для перевірки оптимальності управлінських рішень та планів підприємства неодмінно виникатимуть численні труднощі, обумовлені двома основними причинами, що витікають із самої природи прибутку.

По-перше, прибуток є похідною від складного сполучення, з одного боку, міри потреби зовнішніх користувачів у певному корисному ефекті, а з іншого — спроможності виробника до генерації такого ефекту.

Загальна закономірність виникнення прибутку полягає у тому, що ускладнення споживчих вимог веде до збільшення обсягу необхідної для задоволення цих вимог доданої вартості, тобто більш складні споживчі вимоги є джерелом більш високих прибутків. Але постійне ускладнення потреб споживачів веде до зростання невизначеності у сферах визначення асортименту продукції, важливих якісних характеристик, обсягу виробництва та його розподілу за часом тощо. Таким чином, будь-яке збільшення прибутку у більш-менш тривалому періоді неодмінно буде пов'язане із зростанням ризику.

По-друге, сприйняття бажаного, оптимального або мінімального розміру прибутку має відверто суб'єктивний характер. Реалізація інтегративно-стимулюючої функції прибутку призводить до необхідності досягнення компромісу при визначенні його прийняттого загального обсягу. Унаслідок цього жоден з учасників компромісу не буває повністю задоволений прийнятим рішенням, тобто спільно визначений компромісний варіант установлення фінансових цілей не є оптимальним для кожного з учасників підприємства. В такій ситуації прагнення до перегляду умов досягнутої угоди щодо оптимального розміру прибутку буде диктуватися об'єктивним прагненням учасників до реалізації принципу максимізації власної корисності. Таким чином, будь-яке перетворення вихідних умов

досягнення компромісу щодо встановлення загальної цілі буде неодмінно призводити до зміни позицій учасників цієї угоди.

Для подолання зазначених труднощів, що витікають з неможливості тривалого встановлення чіткого орієнтиру розміру прибутку, неможливим є також використання принципу його максимізації. Отримання прибутку є циклічним відтворювальним процесом, у ході якого відбувається часткове споживання отриманого доходу. Тому головним протиріччям, яке виникає при виконанні інтегративно-стимулюючої функції прибутку, є проблема визначення оптимальних співвідношень або пропорцій між споживанням та накопиченням отриманого прибутку.

З одного боку, цей прибуток є законною винагородою власника та інших учасників підприємства та головною метою їхньої спільної діяльності, а з іншого боку, необхідність забезпечення довгострокової прибутковості підприємства примушує реінвестувати значну частку цього прибутку в розвиток виробництва. Визначення пропорції між споживанням та накопиченням є складним завданням, для вирішення якого слід урахувати безліч значущих факторів — стан ринку та технології, рівень конкуренції, податкову політику, стратегічні цілі власників тощо.

Проте вибір будь-яких інших компромісних довгострокових цілей (максимізація обсягу виробництва та збуту, збільшення ринкової долі, стабільне фінансове становище тощо) також не дає можливості створити надійну основу для перевірки оптимальності стратегічних управлінських рішень, оскільки будь-яка із зазначених цілей є тільки одним із факторів формування додаткової вартості та генерації цієї вартості у формі прибутку. При цьому досягнення максимальних результатів за певною компромісною ціллю не свідчить про те, що досягнуте становище одного чинника формування прибутку у поєднанні з іншими виробничими факторами, призведе до реалізації кінцевої мети максимізації фінансових надходжень. У разі ж вибору на роль загальної цілі будь-якого комплексного показника в

процесі прийняття управлінських рішень виникатимуть ті ж самі проблеми, які розглядалися вище.

Зазначені особливості обумовлюють комплекс концептуальних вимог щодо здійснення стратегічного управління прибутком корпоративного підприємства. Зазначені концептуальні положення базуються на концепції стратегічного управління, запропонованої В.С. Пономаренком [63] та враховують зазначені вище особливості використання довгострокової прибутковості у ролі загальної мети підприємства і подані у табл. 5.1.

*Таблиця 5.1*

Концептуальні вимоги щодо здійснення стратегічного управління  
прибутком акціонерного товариства

Концептуальна вимога	Зміст концептуальної вимоги
Цілісність і єдність	Стратегічне управління прибутком є складовою стратегічного управління підприємством та здійснюється на тих же принципах та засадах
Реалізація ситуаційно-ресурсного підходу	Стратегічні управлінські рішення приймаються на основі оцінки стану усіх факторів та ресурсів, які у певних обставинах розвитку підприємства впливають або здатні впливати на забезпечення довгострокової прибутковості
Активність	Забезпечення довгострокової прибутковості вимагає від акціонерного товариства активного цілеспрямованого впливу на зовнішнє оточення з метою формування сприятливих умов досягнення встановлених цілей
Децентралізація управління	Децентралізація стратегічного управління на основі прийняття відповідних управлінських рішень за певними зонами стратегічних інтересів
Цілеспрямованість	Базовим елементом концепції стратегічного управління прибутком є підприємницькі інноваційно-інвестиційні проекти, які реалізуються у зонах стратегічних інтересів або стратегічних зонах господарювання
Комплексність	Прийняття управлінських рішень прямо впливає з умов, правил та факторів формування прибутку, а також ресурсів та факторів, що впливають на формування фінансових результатів діяльності підприємства
Капітально-відтворюючий характер	Найважливіша функція стратегічного управління прибутком полягає у забезпеченні динамічного відтворення капіталу підприємства

Продовж. табл. 5.1.

Ієрархічний характер розподілу прибутку	Використання прибутку в першу чергу має здійснюватися на цілі, досягнення яких сприятиме збільшенню створеної на підприємстві додаткової вартості
Причинно-наслідковий характер цілей	За наявності одного фактору, характер причинно-наслідкових зв'язків якого з рівнем генерації прибутку є набагато тіснішим за інші, цей фактор має відігравати роль генеральної цілі
Колективний характер прийняття управлінських рішень	Установлення уявлення про прийнятний або бажаний обсяг генерації прибутку носить колективний суб'єктивний характер та є похідною від очікувань осіб, які приймають управлінські рішення
Мотиваційний характер	Головним завданням при реалізації інтегрально-стимулюючої функції прибутку в стратегічному управлінні фінансовими результатами діяльності підприємства є створення мотиваційного механізму генерації, відбору та впровадження інновацій
Позитивність впливу на генерацію доданої вартості	Функціонування системи управління прибутком має прямо забезпечувати рівну ефективність виконання кожного етапу створення та розподілу додаткової вартості у формі прибутку
Прогресивність виробничо-технологічної основи підприємства	Забезпечення високого рівня розвитку виробничо-технологічної бази підприємства та висока інтенсивність споживання виробничих ресурсів
Моніторинг умов формування та розподілу прибутку	Формування частково децентралізованої системи стратегічного моніторингу

По-перше, стратегічне управління прибутком є складовою стратегічного управління підприємством та здійснюється на тих же принципах та засадах. Методологічною основою стратегічного управління є ситуаційно-ресурсний підхід, за яким стратегічні управлінські рішення приймаються на основі оцінки стану всіх факторів та ресурсів, які у певних обставинах розвитку корпоративного підприємства мають впливати або здатні впливати на забезпечення довгострокової прибутковості. Горизонт



стратегічного управління прибутком має співпадати із загальним горизонтом стратегічного управління.

По-друге, забезпечення довгострокової прибутковості вимагає від керівництва компанією не пасивного пристосування до змін навколишнього середовища (зростання рівня невизначеності), а активного цілеспрямованого впливу на зовнішнє оточення з метою формування сприятливих умов досягнення встановлених цілей. Найбільш ефективною формою такого впливу є децентралізація стратегічного управління на основі прийняття відповідних управлінських рішень за певними зонами стратегічних інтересів.

По-третє, базовим елементом концепції стратегічного управління прибутком є підприємницькі інноваційно-інвестиційні проекти, які реалізуються у зонах стратегічних інтересів або стратегічних зонах господарювання.

По-четверте, вибір конкретних методів, моделей або інструментів прийняття управлінських рішень прямо впливає з умов, правил та факторів формування прибутку, насамперед пов'язаних з державним та податковим регулюванням у цій сфері. Іншим важливим фактором створення методичної бази стратегічного управління прибутком є склад ресурсів та факторів, що впливають на формування фінансових результатів діяльності підприємства.

По-п'яте, стратегічне управління прибутком нерозривно пов'язане та є похідною від процесу прийняття стратегічних управлінських рішень у сфері формування та використання капіталу корпоративного підприємства. Однією з найважливіших функцій стратегічного управління є забезпечення динамічного відтворення капіталу підприємства у цій сфері.

По-шосте, розподіл прибутку має здійснюватися за залишковим принципом відповідно до певної ієрархії факторів його генерації, тобто використання прибутку в першу чергу повинно здійснюватися на цілі (не

тільки внутрішньовиробничі), досягнення яких сприятиме збільшенню створеної на підприємстві додаткової вартості.

По-сьоме, за наявності одного фактору, характер причинно-наслідкових зв'язків якого з рівнем генерації прибутку є набагато тіснішим за інші, тобто перетворення стану зазначеного фактора неминуче буде призводити до змін у обсязі генерації прибутку, саме цей фактор має відігравати роль генеральної цілі аж до того часу, поки причинно-наслідкові умови формування прибутку не зміняться.

По-восьме, установлення уявлення про прийнятний або бажаний обсяг генерації прибутку (визначення потрібного потоку створення додаткової вартості) носить колективний суб'єктивний характер та є похідною від очікувань осіб, які приймають управлінські рішення.

По-дев'яте, головним завданням при реалізації інтегрально-стимулюючої функції прибутку в стратегічному управлінні фінансовими результатами діяльності підприємства стає створення мотиваційного механізму, дія якого сприяла б інноваційному характеру діяльності персоналу підприємства загалом та осіб, які приймають управлінські рішення зокрема.

По-десяте, функціонування системи управління прибутком має прямо забезпечувати рівну ефективність виконання кожного етапу створення та розподілу додаткової вартості у формі прибутку.

По-одинадцять, неодмінною умовою забезпечення ефективного стратегічного управління прибутком є високий рівень розвитку виробничо-технологічної бази підприємства та висока інтенсивність споживання виробничих ресурсів.

По-дванадцять, обов'язковою вимогою забезпечення ефективності стратегічного управління прибутком є формування частково децентралізованої системи стратегічного моніторингу.

Необхідною умовою реалізації зазначених концептуальних положень

при здійсненні стратегічного управління прибутком є також інтеграція процесу стратегічного планування фінансових результатів діяльності до загального організаційно-економічного механізму управління розвитком корпоративних підприємств.

### **5.3. Алгоритм формування динамічної моделі стратегічного управління прибутком корпоративних підприємств**

Основна мета стратегічного управління полягає в забезпеченні акціонерним товариством тривалого отримання достатнього рівня потоку доходів від систематичних операцій на певному товарному ринку або сегменті ринку. Передумовою цьому служать стабільні конкурентні переваги, одержання яких є обов'язковою умовою досягнення високої ефективності господарської діяльності підприємства, достатнього рівня фінансової стійкості, оптимального вибору стратегії розвитку та забезпечення раціонального функціонування системи управління підприємством.

Джерелами стабільних конкурентних переваг можуть бути зовнішні (ринкові) або внутрішні (ресурсні) фактори. Зовнішні фактори формування конкурентних переваг стають відображенням привабливості ринкового середовища (ємності певного ринку та потенційної доходності операцій на ньому) та «сили» ринкових позицій підприємства (ринкова доля, роль у конкурентному суперництві). Внутрішні фактори забезпечення конкурентоспроможності насамперед обумовлені доступом підприємства до стратегічних виробничих ресурсів та оригінальних технологій виробничої діяльності.

Реалізація процесу стратегічного управління прибутком вимагає

забезпечення оптимальної інтеграції управлінських рішень щодо досягнення зазначених конкурентних переваг для врахування різноманітних аспектів забезпечення розвитку підприємства та використання переваги зваженої точки зору для стратегічного управління підприємством. У результаті виникла б можливість, з одного боку, пояснити розвиток підприємства використанням оригінальних ресурсів та специфічної конкурентної кон'юнктури, а з іншого - розробити за наявності визначеної комбінації ресурсів і ринкових умов практичні рекомендації для довгострокового збільшення потоку доходів підприємства.

Характерною ознакою орієнтації на досягнення зовнішніх конкурентних переваг є те, що результативність діяльності корпоративного підприємства детермінується ринками збуту, коли відповідність навколишнього середовища підприємств виступає як індикатор росту і товарно-ринкового позиціонування стосовно конкурентів. Ринкова структура визначає поведінку підприємства і тим самим кінцеві результати його діяльності. Акцентування уваги на забезпеченні внутрішніх конкурентних переваг засновано на тому, що запропоновані на ринку збуту продукти є результатом принципово ринкової поведінки, що, у свою чергу, відображає ресурси і компетенції, якими володіє підприємство. Ресурси також будуть відображати як внутрішньовиробничі аспекти господарської діяльності підприємства, так і особливості його ринкової поведінки, обумовлені конкурентним статусом. У такий спосіб при розробці стратегії розвитку й поведінки підприємства необхідно враховувати обидва ці фактори.

Оскільки підприємство розглядається як сукупність оригінальних ресурсів, то різноманітність ресурсної бази буде принциповою ознакою ресурсного підходу до формування стійкої конкурентної позиції. За допомогою релевантних конкурентних ресурсів, підприємство намагається завоювати та зміцнити стратегічно вигідні й недоступні для конкурентів

ринкові позиції. Для генерації стійких конкурентних позицій, які зможуть забезпечити розвиток підприємства, до ресурсів пред'являються певні вимоги. Після ідентифікації на підприємстві релевантних конкурентних ресурсів варто конкретизувати передумови, що забезпечують довгостроковий результат від їхнього застосування. У той же час, створення умов для технологічного й організаційно-економічного розвитку корпоративного підприємства є однією з ключових задач ринкового реформування економіки України. Без вирішення цієї задачі неможливе подолання кризових явищ у виробничій і фінансовій сферах, забезпечення стабільного росту. Саме тому, у сучасних умовах, на думку авторів, доцільне виділення таких базових (еталонних) стратегій розвитку.

Для розробки еталонних стратегій забезпечення довгострокової прибутковості підприємства пропонується використання морфологічного методу складання матриці стратегій. У таблиці 5.2 представлена морфологічна матриця компонентів еталонних стратегій забезпечення довгострокової прибутковості на прикладі одного з акціонерних товариств будівельної галузі України.

Можливими видами базових стратегій за описаною морфологічною матрицею обрано такі:

1) «пошук ринкової ніши» — стратегія визначення специфічної потреби споживачів, сукупність яких складає достатній за обсягом сегмент ринку, та локальна монополізація випуску продукції для цього сегмента через забезпечення найвищого рівня якості товару;

2) «розвиток ринку» — стрімке збільшення ринкової частки (обсягів продажу продукції) на ринку, який нещодавно виник або має великий потенціал швидкого зростання протягом тривалого часу через інтенсивне впровадження інновацій для забезпечення найкращого співвідношення «ціна/якість»;

Таблиця 5.2

**Морфологічна матриця компонентів еталонних стратегій забезпечення  
довгострокової прибутковості**

№ з/ п	Компоненти стратегії	Різновиди характеристик (C <sub>ij</sub> ) та шкала оцінювання		
		0	1	2
Компоненти умов і обмежень (вектори оцінки обмежень)*				
1	Рівень концентрації (суми ринкової частки найбільших підприємств галузі), % (РК)	C <sub>11</sub> високий (РК↑) 70-100	C <sub>12</sub> середній (РК →) 40-69	C <sub>13</sub> низький (РК ↓) 10-39
2	Середньорічний темп зростання галузі (за останні 5 років), % (Т)	C <sub>21</sub> низькі (Т↓) <1	C <sub>22</sub> середні (Т→) 1-10	C <sub>23</sub> високі (Т↑) 11-40
3	Кількість об'єктів, що будується (К)	C <sub>31</sub> спеціалізований (К↓) 1-5	C <sub>32</sub> мало-диверсифікований (К →) 6-20	C <sub>33</sub> диверсифікований (К↑) ≥21
4	Споживчі якості продукції (Я)	C <sub>41</sub> нижче за потрібні (Я↓)	C <sub>42</sub> стандартні (Я →)	C <sub>43</sub> оригінальні (Я↑)
5	Вплив цінової політики конкурентів на обсяг реалізації (ціна за одиницю продукції) (Ц)	C <sub>51</sub> вище за конкурентів (Ц↑)	C <sub>52</sub> дорівнює конкурентам (Ц →)	C <sub>53</sub> нижче за конкурентів (Ц↓)
6	Коливання рентабельності галузі (останні 2 роки), % (Р)	C <sub>61</sub> низьке (Р↓) 0-9	C <sub>62</sub> середнє (Р→) 10-29	C <sub>63</sub> високе (Р↑) 30-59
Компоненти впливу (вектори впливу)**				
7	Доходність діяльності (ДД), інтегральна компонента доходності діяльності	C <sub>71</sub> низька (ДД↓) 0,5-0,9	C <sub>72</sub> середня (ДД→) 1-1,25	C <sub>73</sub> висока (ДД↑) ≥1,26
8	Витратність діяльності (ВД), інтегральна	C <sub>81</sub> висока (ВД↑)	C <sub>82</sub> середня (ВД→)	C <sub>83</sub> низька (ВД↓)

Продовж. табл. 5.2

	компонента витратності діяльності	$\geq 1,26$	1-1,25	0,5-0,9
9	Ділова активність (ДА), інтегральна компонента ділової активності	$C_{91}$ низька (ДА↓) 0,5-0,9	$C_{92}$ середня (ДА →) 1-1,25	$C_{93}$ висока (ДА↑) $\geq 1,26$
10	Віддача необоротних активів (НА), інтегральна компонента віддачі необоротних активів	$C_{101}$ низька (НА↓) 0,5-0,9	$C_{102}$ середня (НА →) 1-1,25	$C_{103}$ висока (НА↑) $\geq 1,26$
11	Віддача трудових ресурсів (ТР), інтегральна компонента віддачі трудових ресурсів	$C_{111}$ низька (НА↓) 0,5-0,9	$C_{112}$ середня (НА →) 1-1,25	$C_{113}$ висока (НА↑) $\geq 1,26$
12	Рівень фінансової стійкості (ФС), інтегральна компонента рівня фінансової стійкості	$C_{121}$ низька (ФС ↓) 0,5-0,9	$C_{122}$ середня (ФС →) 1-1,25	$C_{123}$ висока (ФС ↑) $\geq 1,26$

\* Пп. 1-5 — умови та обмеження реалізації стратегії.

\*\* Пп. 6-9 — способи впливу.

3) «рух за лідером» — стратегія уникання зайвого підприємницького ризику шляхом пасивного слідування діям більш крупних конкурентів, копіювання (з незначними покращеннями) створеної ними продукції;

4) «переслідування лідера» — стратегія випереджувального інтенсивного інноваційного розвитку, метою якого є завоювання та утримання лідируючих позицій в умовах нестійкої рівноваги на середньому за рівнем конкуренції ринку за наявності одного (максимум — двох) небезпечних конкурентів;

5) «конкурентне суперництво» — стратегія активного захисту частки

ринку, яка контролюється підприємством, від посягань конкурентів та протидії будь-яким спробам перерозподілу обсягів продаж за умови середніх темпів зростання ринку та наявності більш ніж двох-трьох конкурентів;

6) «оборона лідируючої позиції» — активне використання монопольного або лідируючого положення на ринку через використання ефекту масштабу або створення «бар'єрів входу-виходу» на ринок;

7) «випереджувальне інноваційне лідерство» — активний пошук, відбір та впровадження лідером низки продуктових інновацій на ринку, який досить стрімко розвивається, випередження будь-яких конкурентних дій суперників;

8) «агресивна диверсифікація» — швидкий та широкий вихід на нові ринки збуту (або навіть створення нових ринків) з більш високою нормою прибутку, конгломерація діяльності для зменшення підприємницького ризику;

9) «повзуча диверсифікація» — поступовий вихід на нові ринки збуту, учасники яких пов'язані з підприємством стабільними технологічними, виробничими, комерційними зв'язками. У таблиці 5.3 надана характеристика еталонних стратегій забезпечення довгострокової прибутковості корпоративного підприємства.

У рамках розглянутих базових стратегій можуть бути реалізовані різноманітні стратегічні альтернативи, для кожної з яких підготовлюються комплекси заходів з обґрунтуванням необхідних витрат на їх реалізацію і з розрахунками очікуваного результату (прибутку або економічного ефекту) від їхнього впровадження.

Розробка стратегії управління прибутком корпоративного підприємства здійснюється на основі однієї з базових стратегій, що відповідають стадії життєвого циклу.



Таблиця 5.3

Характеристика еталонних стратегій забезпечення  
довгострокової прибутковості

№ з/п	Тип стратегії	Компоненти умов і обмежень (вектори оцінки обмежень)						Компоненти впливу (вектори впливу)						Бажані конкурентні переваги
1	Пошук ринкової ніші	C <sub>11</sub>	C <sub>21</sub>	C <sub>31</sub>	C <sub>43</sub>	C <sub>53</sub>	C <sub>61</sub>	C <sub>71</sub>	C <sub>81</sub>	C <sub>92</sub>	C <sub>101</sub>	C <sub>111</sub>	C <sub>122</sub>	Унікальність продукції
2	Розвиток ринку	C <sub>11</sub>	C <sub>23</sub>	C <sub>33</sub>	C <sub>41</sub>	C <sub>51</sub>	C <sub>63</sub>	C <sub>72</sub>	C <sub>82</sub>	C <sub>93</sub>	C <sub>103</sub>	C <sub>112</sub>	C <sub>123</sub>	Інноваційне лідерство за ознакою «ціна/якість»
3	Рух за лідером	C <sub>12</sub>	C <sub>22</sub>	C <sub>32</sub>	C <sub>42</sub>	C <sub>52</sub>	C <sub>62</sub>	C <sub>72</sub>	C <sub>82</sub>	C <sub>92</sub>	C <sub>102</sub>	C <sub>112</sub>	C <sub>121</sub>	Уникання підприємницького ризику
4	Переслідування лідера	C <sub>12</sub>	C <sub>23</sub>	C <sub>32</sub>	C <sub>42</sub>	C <sub>51</sub>	C <sub>63</sub>	C <sub>73</sub>	C <sub>82</sub>	C <sub>93</sub>	C <sub>103</sub>	C <sub>113</sub>	C <sub>123</sub>	Інноваційне лідерство
5	Конкурентне суперництво	C <sub>12</sub>	C <sub>22</sub>	C <sub>32</sub>	C <sub>42</sub>	C <sub>52</sub>	C <sub>62</sub>	C <sub>72</sub>	C <sub>82</sub>	C <sub>92</sub>	C <sub>102</sub>	C <sub>112</sub>	C <sub>122</sub>	Ефект масштабу
6	Оборона лідуючої позиції	C <sub>13</sub>	C <sub>21</sub>	C <sub>32</sub>	C <sub>42</sub>	C <sub>51</sub>	C <sub>62</sub>	C <sub>73</sub>	C <sub>81</sub>	C <sub>91</sub>	C <sub>102</sub>	C <sub>112</sub>	C <sub>122</sub>	Ефект масштабу, монопольний ефект
7	Випереджувальне інноваційне лідерство	C <sub>13</sub>	C <sub>23</sub>	C <sub>33</sub>	C <sub>43</sub>	C <sub>53</sub>	C <sub>63</sub>	C <sub>73</sub>	C <sub>83</sub>	C <sub>93</sub>	C <sub>103</sub>	C <sub>113</sub>	C <sub>123</sub>	Інноваційне лідерство за ознакою новизни товару
8	Агресивна диверсифікація	C <sub>13</sub>	C <sub>22</sub>	C <sub>33</sub>	C <sub>42</sub>	C <sub>51</sub>	C <sub>62</sub>	C <sub>71</sub>	C <sub>82</sub>	C <sub>93</sub>	C <sub>101</sub>	C <sub>111</sub>	C <sub>123</sub>	Інноваційне лідерство за ознакою ціни
9	Повзуча диверсифікація	C <sub>13</sub>	C <sub>21</sub>	C <sub>33</sub>	C <sub>42</sub>	C <sub>52</sub>	C <sub>62</sub>	C <sub>72</sub>	C <sub>81</sub>	C <sub>92</sub>	C <sub>102</sub>	C <sub>112</sub>	C <sub>122</sub>	Інноваційне лідерство за ознакою якості

При створенні стратегії забезпечення довгострокової прибутковості підприємства важливе значення має процедура кількісної перевірки її реалістичності та забезпечення відповідними матеріальними, трудовими й іншими ресурсами. Основною задачею системи управління прибутком при

цьому буде формування списку ресурсів, відсутність яких накладає певні обмеження на реалізацію певних варіантів генерації прибутку.

Задачею оцінки потреби в ресурсах на етапі стратегічного планування є не точний розрахунок результатів реалізації планів або потреб у необхідних ресурсах, а загальна оцінка їхнього впливу на прийняття управлінських рішень, що повинна бути швидкою і достатньо точною, дозволяючи тим самим оперативно розробляти різноманітні альтернативні стратегії. Додатково можна відзначити, що ступінь непевності річних планів, що існує на практиці в більшості галузей промисловості, робить точну оцінку сумнівною.

#### **5.4. Параметричне моделювання динамічної матричної моделі стратегічного управління прибутком корпоративного підприємства**

Формування динамічної матричної моделі стратегічного управління прибутком корпоративного підприємства пропонується здійснювати за алгоритмом (рис. 5.5).

Перший етап.

Визначення та конкретизація компонент умов і обмежень (векторів оцінки обмежень), що характеризують умови та обмеження реалізації стратегії управління прибутком корпоративного підприємства для оцінки конкурентних переваг.

Другий етап.

Модель базується на побудові агрегованого рейтингу результативності роботи корпоративного підприємства.

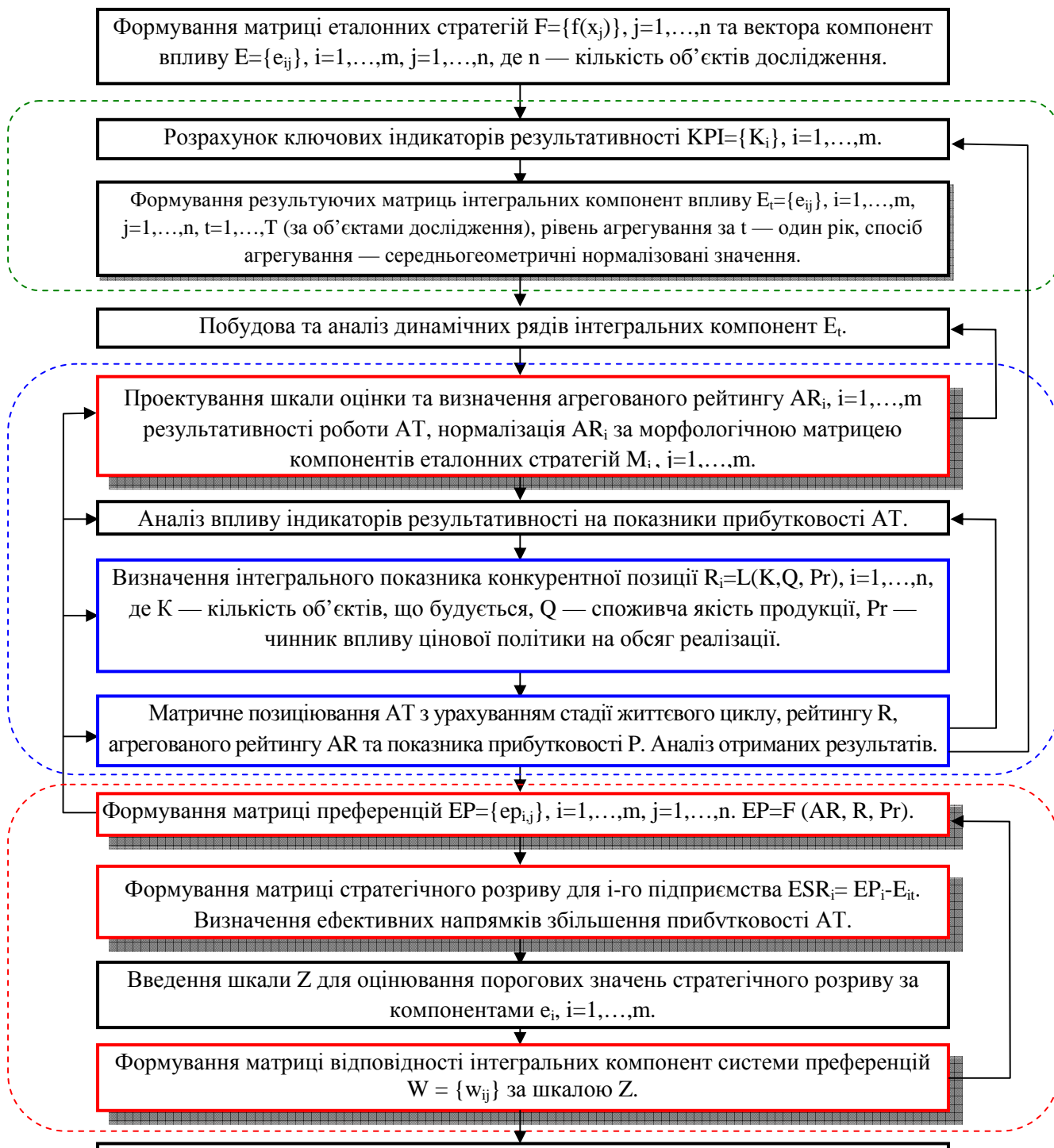


Рис. 5.5. Алгоритм формування динамічної матричної моделі стратегічного управління прибутком

Алгоритм розрахунку агрегованого рейтингового показника результативності роботи корпоративного підприємства із використанням матричного моделювання здійснено в такій послідовності:

1. Розрахунок КРІ (ключових індикаторів результативності) корпоративного підприємства за кожною компонентою впливу матриці еталонних стратегій. Для цього використовується відкрита інформація, а саме — фінансова та статистична звітність акціонерного товариства. Набір КРІ передбачає проведення аналізу кількісних показників за кожною компонентою (5.1, табл. 5.4) (на прикладі будівельної компанії):

$$R_{kpi} = (x_1, x_2, \dots, x_n) \quad (5.1)$$

Складовими показника є інтегральні компоненти (вектори впливу) матриці еталонних стратегій:

$f(x_1)$  — інтегральна компонента доходності діяльності;

$f(x_2)$  — інтегральна компонента витратності діяльності;

$f(x_3)$  — інтегральна компонента ділової активності;

$f(x_4)$  — інтегральна компонента віддачі необоротних активів;

$f(x_5)$  — інтегральна компонента віддачі трудових ресурсів;

$f(x_6)$  — інтегральна компонента рівня фінансової стійкості.

При формуванні системи показників у матричній моделі важливим є дотримання однакової кількісної наповнюваності всіх груп показників, тобто якщо вектор  $f(x_1)$  представлено трьома показниками, то і всі інші мають складатися з такої ж кількості показників.

2. Формування результуючих матриць інтегральних компонент. Матрична форма подання результатів забезпечує зручність і прозорість в інтерпретації отриманих результатів.

Підсумкова матриця  $E (n*m)$ :  $n=6$  — кількість рядків, визначається числом інтегральних компонент (векторів впливу) матриці еталонних стратегій,  $m=5$  — кількість стовпчиків матриці, визначається кількістю об'єктів дослідження.

Таблиця 5.4

**Склад ключових індикаторів результативності роботи  
корпоративного підприємства компонентами впливу матриці  
еталонних стратегій**

Компонента	КРІ акціонерного товариства
Доходність діяльності ( $e_1$ )	Зміни обсягів реалізованої продукції до попереднього року
	Структура реалізованої продукції (частка обсягів житлового будівництва в загальному обсязі реалізованої продукції)
	Індекси цін на будівельно-монтажні роботи за типами будівель і споруд
	Зміна середньої ціни 1 м кв. збудованого житла до попереднього року
Витратність діяльності ( $e_2$ )	Собівартість реалізованої продукції на 1 грн. чистого доходу (виручки) від реалізації продукції
	Адміністративні витрати на 1 грн. чистого доходу (виручки) від реалізації продукції
	Витрати на збут на 1 грн. чистого доходу (виручки) від реалізації продукції
Ділова активність ( $e_3$ )	Коефіцієнт оборотності запасів ТМЦ (собівартість реалізації / середні запаси, ф.2, р. 040/ф.1р. 100+р.120+р.130+р.140)
	Коефіцієнт оборотності дебіторської заборгованості за товари (роботи, послуги)
	Частка простроченої дебіторської заборгованості за товари (роботи, послуги) в загальній сумі дебіторської заборгованості за товари (роботи, послуги)
Віддача необоротних активів ( $e_4$ )	Віддача основних засобів
	Коефіцієнт зносу основних засобів (ф.1,р.032/ф.1, р.031)
	Частка нематеріальних активів в необоротних активах
Віддача трудових ресурсів ( $e_5$ )	Чистий дохід на 1 працівника
	Частка витрат на заробітну плату в загальній сумі витрат
	Продуктивність праці (обсяг / середньоспискова чисельність працівників)
Рівень фінансової стійкості ( $e_6$ )	Коефіцієнт фінансової стабільності (коефіцієнт фінансування) (власний капітал / позиковий капітал)
	Коефіцієнт стійкості економічного зростання (реінвестований прибуток / власний капітал) (форма 1, збільшення по рядках 340+350/ф.1, р. 380)
	Співвідношення сплачених відсотків і прибутку від звичайної діяльності (ф.3 р.060/ф.3 р.010)

Таким чином, отримана матриця матиме вигляд:

$$E = \begin{vmatrix} e_{11} & e_{12} & e_{13} & e_{14} & e_{15} \\ e_{21} & e_{22} & e_{23} & e_{24} & e_{25} \\ e_{31} & e_{32} & e_{33} & e_{34} & e_{35} \\ e_{41} & e_{42} & e_{43} & e_{44} & e_{45} \\ e_{51} & e_{52} & e_{53} & e_{54} & e_{55} \\ e_{61} & e_{62} & e_{63} & e_{64} & e_{65} \end{vmatrix}$$

Результуючі матриці інтегральних компонент будуються для кожного року. Таким чином, отримуємо масив даних, що подається у вигляді матриць  $E_1, E_2, E_3, \dots, E_n$  кожного року. За отриманими інтегральними показниками будуюмо динамічні ряди, визначаємо темпи їх зростання.

За шкалою, запропонованою авторами в табл. 5.2 для кожної інтегральної компоненти, встановлюємо кількість балів за шкалою від 0 до 2.

Відповідно до результатів розрахунку суми елементів матриці визначається агрегований рейтинг результативності роботи корпоративного підприємства. Максимальна величина рейтингу для корпоративного підприємства дорівнює сумі балів загальної кількості компонент, що приймаються до розгляду ( $R_{\max}=12$ ).

Інтерпретація отриманих результатів дозволила визначити вплив результуючих компонент на прибутковість акціонерного товариства. Установлено вплив ключових індикаторів результативності на показники прибутковості корпоративного підприємства.

Третій етап.

Інтегральний показник оцінки конкурентної позиції оцінюється за даними табл. 5.1 :

$$R_k = (K, Я, Ц), \quad (5.2)$$

де  $K$  — кількість об'єктів, що будується,

$Я$  — споживча якість продукції,

$C$  — вплив цінової політики на обсяг реалізації (ціна за одиницю продукції).

Показники оцінюються за допомогою шкали, запропонованої в табл.

## 5.2. Максимально можлива величина показника дорівнює 6.

Четвертий етап.

Здійснюємо матричне позиціонування корпоративного підприємства за параметрами:

1. Стадія життєвого циклу.
2. Інтегральний рейтинг конкурентної позиції ( $\max R_k=6$ ).
3. Інтегральний рейтинг результативності роботи корпоративного підприємства ( $\max K=12$ ).

Стан прибутковості корпоративного підприємства об'єктивно відповідає стадії його життєвого циклу та конкурентній позиції. За дослідженням О.В.Хмелевського станом прибутковості може бути: збитковість, мінімальна або помірна прибутковість. При цьому ключовими показниками прибутковості для позиціонування на матриці обрано: для збиткової зони — дохід від реалізації продукції, для мінімально та помірно прибуткової зони — відповідно чистий прибуток та рентабельність власного капіталу.

Авторами запропоновано кількісне і змістовне наповнення оцінювання конкурентної позиції корпоративного підприємства шляхом проектування шкали кількісного оцінювання конкурентної позиції за даними табл. 5.2.

Матричне позиціонування пропонується здійснювати за матрицею, створеною осями стадії життєвого циклу, конкурентна позиція. У квадрантах матриці виділено зони прибутковості, за результатами оцінки проведеного авторами, запропоновані діапазони агрегованого рейтингу показника результативності роботи корпоративного підприємства.

П'ятий етап.

На базі проведеного аналізу формуємо матрицю преференцій (цільових

значень). З урахуванням реальних можливостей та тенденцій змін показників корпоративного підприємства на момент дослідження визначаємо бажане значення за кожною інтегральною компонентою на перспективу з урахуванням запропонованої матриці.

$$E_p = \begin{vmatrix} e^p_{11} & e^p_{12} & e^p_{13} & e^p_{14} & e^p_{15} \\ e^p_{21} & e^p_{22} & e^p_{23} & e^p_{24} & e^p_{25} \\ e^p_{31} & e^p_{32} & e^p_{33} & e^p_{34} & e^p_{35} \\ e^p_{41} & e^p_{42} & e^p_{43} & e^p_{44} & e^p_{45} \\ e^p_{51} & e^p_{52} & e^p_{53} & e^p_{54} & e^p_{55} \\ e^p_{61} & e^p_{62} & e^p_{63} & e^p_{64} & e^p_{65} \end{vmatrix}$$

Шостий етап.

Здійснюємо якісне оцінювання кількісних характеристик матриці  $E_p$  шляхом порівняння з матрицею преференцій.

Усі елементи матриці  $E_p$  залежно від відповідності фактичних значень інтегральних компонент обраним діапазоном значень або бажаним тенденціям змін набувають значення 0 (не відповідають) або 1 (відповідають). Отримаємо матрицю відповідності фактично досягнутих інтегральних компонент впливу на стратегію, що реалізується корпоративним підприємством, бажаному стану (еталонній стратегії).

Сьомий етап.

Формується матриця стратегічного розриву (прогалини), що дорівнює різниці елементів матриці преференцій і матриці фактично досягнутих результатів  $E_{2008}$ . При цьому стратегічний розрив (прогалина) визначається як інтервал між можливостями, зумовленими наявними тенденціями зростання корпоративного підприємства, та бажаними орієнтирами (преференціями), необхідними для розв'язання нагальних проблем зростання та збільшення прибутковості корпоративного підприємства в довгостроковій перспективі.



$$E^{SR} = \begin{vmatrix} e^p_{11} - e_{11} & e^p_{12} - e_{12} & e^p_{13} - e_{13} & e^p_{14} - e_{14} & e^p_{15} - e_{15} \\ e^p_{21} - e_{21} & e^p_{22} - e_{21} & e^p_{23} - e_{23} & e^p_{24} - e_{24} & e^p_{25} - e_{25} \\ e^p_{31} - e_{31} & e^p_{32} - e_{32} & e^p_{33} - e_{33} & e^p_{34} - e_{34} & e^p_{35} - e_{35} \\ e^p_{41} - e_{41} & e^p_{42} - e_{42} & e^p_{43} - e_{43} & e^p_{44} - e_{44} & e^p_{45} - e_{45} \\ e^p_{51} - e_{51} & e^p_{52} - e_{52} & e^p_{53} - e_{53} & e^p_{54} - e_{54} & e^p_{55} - e_{55} \\ e^p_{61} - e_{61} & e^p_{62} - e_{62} & e^p_{63} - e_{63} & e^p_{64} - e_{64} & e^p_{65} - e_{65} \end{vmatrix}$$

Сформована матриця дозволяє розробити стратегічний план управління прибутком корпоративного підприємства для заповнення стратегічного розриву.

Восьмий етап.

Вибирається і ретельно опрацьовується одна з альтернативних стратегій. Розробка стратегії управління прибутком корпоративного підприємства здійснюється на основі однієї з обраних еталонних стратегій з урахуванням стадій життєвого циклу підприємства. Кожному етапу життєвого циклу притаманна певна стратегія еталона та стратегія управління прибутком.

При обґрунтуванні вибору стратегії управління прибутком корпоративного підприємства слід скористатися характеристиками еталонних стратегій забезпечення довгострокової прибутковості корпоративного підприємства з урахуванням конкурентної позиції корпоративного підприємства (за інтегральним показником оцінки конкурентної позиції).

Далі формується остаточний стратегічний план діяльності корпоративного підприємства, що містить стратегічні ініціативи — комплекс заходів, спрямованих на ліквідацію розриву між фактичними значеннями показників та їх цільовими значеннями. Кожна стратегічна ініціатива повинна бути забезпечена достатньою кількістю ресурсів: людських, фінансових, технічних. Стратегічні ініціативи повинні бути визначені для кожного показника та сприяти досягненню цільового

значення показника.

## 5.5. Розробка практичних рекомендацій щодо обґрунтування стратегічних управлінських рішень з управління прибутком корпоративних підприємств

### 1. Вихідна інформація.

Інформація щодо складу КРІ організована у вигляді низки таблиць, що представлені у форматі MS Excel. Приклад таблиці для АТ «Полтавтрансбуд» показано на рис. 5.7.

Таблиця містить детальну інформацію щодо складу КРІ представленого акціонерного товариства (друга колонка таблиці) та перелік узагальнюючих компонент впливу. Для кожного КРІ в таблиці проведено розрахунок індексу змін, що є важливим показником для подальшого аналізу.

	A	B	C	D	E	F	G
1	<b>Склад КРІ ПолтавТрансБуд за компонентами матриці еталонних стратегій</b>						
2	Компонента	КРІ акціонерного товариства	Період				
3			2004	2005	2006	2007	2008
4	Доходність діяльності (e1)	Індекси зміни обсягів реалізованої продукції до попереднього року		1,07	1,39	1,92	1,28
5		Структура реалізованої продукції (частка обсягів житлового будівництва в загальному обсязі реалізованої продукції)	0,5	0,6	0,56	0,67	0,7
6		Індекси змін		1,20	0,93	1,20	1,04
7		Індекси цін на будівельно-монтажні роботи за типами будівель і споруд		1,1	1,3	1,09	1,3
8	Витратність діяльності (e2)	Собівартість реалізованої продукції на 1 грн. чистого доходу (виручки) від реалізації продукції	0,95	0,98	0,94	0,98	0,94
9		Індекси змін		1,03	0,96	1,04	0,96
10		Адміністративні витрати на 1 грн. чистого доходу (виручки) від реалізації продукції	0,07	0,04	0,03	0,02	0,02

Рис. 5.7. Формат бази даних (на прикладі ВАТ «Полтавтрансбуд»)

Виходячи із значень КРІ для кожного АТ було побудовано результуючу матрицю інтегральних компонент. Наведені дані доповнено індексами прибутковості та зведено у таблицю.

Проведемо відповідні розрахунки на прикладі АТ «Полтавтрансбуд».

Виходячи із значень інтегральних компонент (рис. 5.8) можна дійти таких висновків. Стабільно високе зростання у АТ «Полтавтрансбуд» протягом періоду спостерігається за інтегральними компонентами впливу е1 (доходність) та е8 (віддача трудових ресурсів). Необхідно відмітити нестабільну динаміку за компонентою впливу е6 (рівень фінансової стійкості). Високе зростання показників прибутковості АТ «Полтавтрансбуд» спостерігається у 2006 і 2007 роках. У той же час надзвичайно різкого падіння показники прибутковості зазнали у 2005 р. та особливо у 2008 р. (індекс зміни чистого прибутку на одну просту акцію склав 0,04).

	A	B	C	D	E	F
11	<b>Індекси змін інтегральних компонент та показників прибутковості</b>					
12	<b>Компонента</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	
13	П1	0,110	3,039	2,543	0,038	
14	П2	0,107	3,000	2,667	0,375	
15	П3	0,357	2,200	2,273	0,800	
16	е1	1,122	1,190	1,358	1,202	
17	е2	0,960	0,986	0,703	0,986	
18	е3	0,528	1,179	1,567	1,168	
19	е4	0,516	0,833	1,279	2,907	
20	е5	1,163	1,181	1,450	1,291	
21	е6	0,609	1,600	0,994	0,354	
22						
23	П1	Індекс змін чистого прибутку на одну просту акцію				
24	П2	Індекси змін чистого прибутку на 1 грн. акціонерного капіталу				
25	П3	Індекс змін прибутку від звичайної діяльності				
26		до оподаткування, що припадає на одну акцію				
27	е1	Доходність діяльності				
28	е2	Витратність діяльності				
29	е3	Ділова активність				
30	е4	Віддача необоротними активами				
31	е5	Віддача трудових ресурсів				
32	е6	Рівень фінансової стійкості				

Рис. 5.8. Результуюча матриця ІК для АТ «Полтавтрансбуд»

За даними матриці інтегральних компонент проаналізовано динаміку її складових. Відповідна діаграма показана на рис. 5.9.

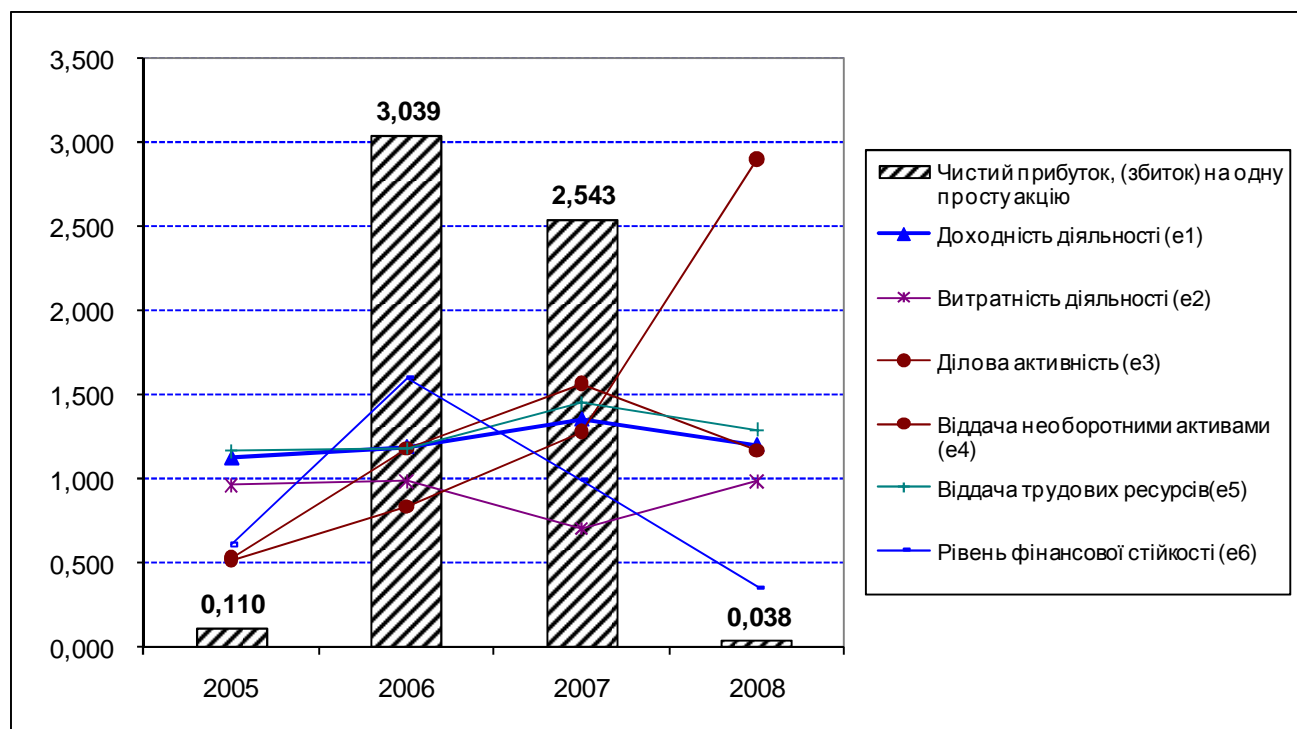


Рис. 5.9. Динаміка ІК за даними АТ «Полтавтрансбуд»

Аналогічно проводиться аналіз діяльності інших підприємств, в тому числі тих, які є учасниками холдингових компаній.

На основі дослідження основних факторів впливу та інформації щодо значень КРІ будуємо низку результуючих матриць інтегральних компонент за роками та об'єктами дослідження (рис. 5.10).

Аналізуючи матриці результуючих компонент, можна зробити такі висновки.

За інтегральною компонентою e1 (доходність діяльності) найбільш високих значень досягли АТ «Житлобуд-2» (кращий показник у 2006 та 2008 роках) та АТ «Житлобуд-1» (кращий показник у 2006 та 2007 роках). Стабільно високою динамікою за цією компонентою відзначалося також АТ «Спецбудмонтаж».

	A	B	C	D	E	F
1	<b>Результуюча матриця інтегральних компонент, 2005 р.</b>					
2	<b>Компонента</b>	<b>ПолТБ</b>	<b>СБМ</b>	<b>ЖБ-1</b>	<b>ЖБ-2</b>	<b>КМБ</b>
3	e1	1,12	1,66	1,06	1,23	1,11
4	e2	0,96	1,40	0,88	1,01	0,84
5	e3	0,53	0,99	2,04	1,44	1,24
6	e4	0,52	1,09	0,61	0,43	1,75
7	e5	1,16	1,13	1,30	1,48	1,23
8	e6	0,61	1,57	2,26	2,00	0,85
9						
10	<b>Результуюча матриця інтегральних компонент, 2006 р.</b>					
11	<b>Компонента</b>	<b>ПолТБ</b>	<b>СБМ</b>	<b>ЖБ-1</b>	<b>ЖБ-2</b>	<b>КМБ</b>
12	e1	1,19	1,19	1,25	1,25	1,13
13	e2	0,99	6,53	0,85	0,89	1,04
14	e3	1,18	0,91	0,65	1,15	0,76
15	e4	0,83	0,97	1,48	1,54	1,06
16	e5	1,18	1,18	1,99	1,25	1,40
17	e6	1,60	1,10	1,30	0,91	0,63
18						
19	<b>Результуюча матриця інтегральних компонент, 2007 р.</b>					
20	<b>Компонента</b>	<b>ПолТБ</b>	<b>СБМ</b>	<b>ЖБ-1</b>	<b>ЖБ-2</b>	<b>КМБ</b>
21	e1	1,36	1,17	1,45	1,10	1,16
22	e2	0,70	0,15	0,48	1,15	1,15
23	e3	1,57	0,66	0,65	0,90	0,87
24	e4	1,28	0,77	1,17	1,04	1,05
25	e5	1,45	1,15	1,29	1,15	1,12
26	e6	0,99	0,80	1,55	1,09	0,95
27						
28	<b>Результуюча матриця інтегральних компонент, 2008 р.</b>					
29	<b>Компонента</b>	<b>ПолТБ</b>	<b>СБМ</b>	<b>ЖБ-1</b>	<b>ЖБ-2</b>	<b>КМБ</b>
30	e1	1,20	1,19	1,09	1,30	1,21
31	e2	0,99	1,15	1,99	0,79	0,92
32	e3	1,17	0,65	0,39	1,29	0,85
33	e4	2,91	0,77	2,08	1,08	0,94
34	e5	1,29	1,38	1,15	1,22	1,28
35	e6	0,35	0,80	0,70	0,66	0,94
⏪ ⏩ ⏴ ⏵ мПреф / СП / ПолТБ / ИК_ПолТБ / СБМ / ИК_СБ ⏴ ⏵						

Рис. 5.10. Результуюча матриця ІК (на прикладі інших підприємств)

За інтегральною компонентою e2 (витратність діяльності) найбільш позитивна динаміка спостерігається також у АТ «Житлобуд-2» (значення ІК у 2006 та 2008 роках нижче, ніж в інших підприємств) та АТ «Житлобуд-1» (краще значення ІК у 2005 та 2006 роках). Нестабільну динаміку за цією компонентою відзначаємо у АТ «Спецбудмонтаж» (наприклад, у 2006 році значення ІК склало 6,53, а у 2007 році — 0,15).

За інтегральною компонентою у е3 (ділова активність) найкращі показники спостерігаємо у двох підприємств: АТ «Полтавтрансбуд» (у 2006-2008 роках) та АТ «Житлобуд-2» (у 2006 та 2008 роках). Стабільно негативну динаміку за цією компонентою відзначаємо у АТ «Житлобуд-1» (крім 2005 року).

За інтегральною компонентою е4 (віддача необоротними активами) лідером є АТ «Полтавтрансбуд» (кращий показник у 2007 та 2008 роках). Стабільно високі значення спостерігаємо також у АТ «Житлобуд-1».

За інтегральною компонентою е5 (віддача трудових ресурсів) найкращі показники у АТ «Полтавтрансбуд» (значення ІК у 2007 та 2008 роках вище, ніж у інших підприємств, що розглядаються). Відзначаємо, що у всіх підприємств за цією інтегральною компонентою спостерігалися стабільно високі результати.

За інтегральною компонентою е6 (рівень фінансової стійкості) лідером є підприємство АТ «Житлобуд-1» (краще значення ІК у 2005 та 2007 роках). Звертає на себе увагу той факт, що у 2008 році у всіх підприємств, що розглядаються, відбулося суттєве зниження цього показника (крім АТ «Київміськбуд», для якого компонента дорівнює 0,94).

Далі визначимо агрегований рейтинг роботи підприємств, а результат побудови вищенаведеного рейтингу наведено в табл. 5.11.-5.12.

*Таблиця 5.11*

**Значення рейтингу результативності**

Компонента	Значення локального рейтингу результативності		
	0	1	2
<b>е1</b>	0,5-0,9	1-1,25	≥1,26
<b>е2</b>	≥1,26	1-1,25	0,5-0,9
<b>е3</b>	0,5-0,9	1-1,25	≥1,26
<b>е4</b>	0,5-0,9	1-1,25	≥1,26
<b>е5</b>	0,5-0,9	1-1,25	≥1,26
<b>е6</b>	0,5-0,9	1-1,25	≥1,26

Таблиця 5.12

Агрегований рейтинг роботи акціонерних товариств (R) (за період 2004-2008 рр.)					
Компонента	ПолТБ	СБМ	ЖБ-1	ЖБ-2	КМБ
e1	1	1	1	2	1
e2	1	1	0	2	1
e3	1	0	0	2	0
e4	2	0	2	1	1
e5	2	2	1	1	2
e6	0	0	0	0	1
Рейтинг Ri ( $R_{\max} \leq 12$ )	7	4	4	8	6

Як бачимо, найбільший агрегований рейтинг отримали АТ «Житлобуд-2» (8) та АТ «Полтаватрансбуд» (7). При цьому на величину рейтингу АТ «Житлобуд-2» найбільший вплив здійснювався за компонентами e1 (доходність діяльності), e2 (витратність діяльності) та e3 (ділова активність), які набули максимального значення (2). На величину рейтингу АТ «Полтаватрансбуд» найбільший вплив здійснювався за компонентами e4 (віддача необоротними активами) та e5 (віддача трудових ресурсів).

Найменше значення агрегованого рейтингу в АТ «Спецбудмонтаж» (4) та АТ «Житлобуд-1» (4). На низький рейтинг вплинули компоненти e3, e4 та e6 — для АТ «Спецбудмонтаж» та e2, e3 та e6 — для АТ «Житлобуд-1».

Для врахування впливу ринкової складової та позиції акціонерних товариств на ринку розраховано інтегральний показник оцінки конкурентної позиції ( $R_k$ ) за формулою (5.2). Вихідними даними для розрахунку показника служать компоненти умов і обмежень (вектори оцінки обмежень) (табл. 5.2). Вони враховують кількість об'єктів, що будується, показник споживчої якості продукції та показник впливу цінової політики на обсяг реалізації (ціна за одиницю продукції).

Результати розрахунку інтегрального показника конкурентної позиції наведено в таблиці 5.13.

Таблиця 5.13

## Розрахунок інтегрального показника конкурентної позиції

Показник	ПолТБ	СБМ	ЖБ-1	ЖБ-2	КМБ
<b>К</b>	1	1	2	2	2
<b>Я</b>	1	1	1	1	1
<b>Ц</b>	1	1	1	1	1
<b>Інтегральний показник <math>I_k</math> (<math>I_k \leq 6</math>)</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>

Для визначення стану прибутковості та стратегії управління прибутком здійснюємо матричне позиціювання акціонерного товариства за параметрами: (рис. 5.11): 1) стадія життєвого циклу; 2) інтегральний рейтинг конкурентної позиції; 3) інтегральний рейтинг результативності роботи акціонерного товариства.

Підприємства, діяльність яких аналізується, знаходяться на таких стадіях життєвого циклу: «Спецбудмонтаж» — уповільненого зростання, інші підприємства — зрілість.




Ураховуючи конкурентну позицію кожного підприємства, робимо висновок, що акціонерне товариство «Полтаватрансбуд» знаходиться в зоні мінімальної прибутковості (світло-сірий колір), для якої ключовим показником прибутковості є чистий прибуток. При цьому агрегований рейтинг акціонерного товариства ( $R_{kpi} = 7$ ) відповідає еталонному значенню ( $6 < R_{kpi} \leq 8$ ), тобто підприємство працює з необхідною результативністю. Для цієї позиції прибутковості передбачається стратегія досягнення мінімального рівня рентабельності.

АТ «Спецбудмонтаж» — у зоні неприбуткової позиції (білий колір), ключовий показник — дохід від реалізації продукції. Агрегований рейтинг акціонерного товариства ( $R_{kpi} = 4$ ) відповідає еталонному значенню ( $R_{kpi} \leq 4$ ). Для цієї позиції прибутковості передбачається стратегія досягнення беззбиткової діяльності.



		Конкурентна позиція				
		Слабка $R_k \leq 2$	Міцна $2 < R_k \leq 3$	Помітна $3 < R_k \leq 4$	Сильна $4 < R_k \leq 5$	Домінуюча $5 < R_k \leq 6$
Стадії життєвого циклу	Спад (старість)	Неприбуткова позиція ДРП $R_{kpi} \leq 4$	Мінімально прибуткова ЧП $6 < R_{kpi} \leq 8$	Помірковано прибуткова РВК $8 < R_{kpi} \leq 10$	Прибуткова позиція РВК $10 < R_{kpi} \leq 12$	Прибуткова позиція РВК $10 < R_{kpi} \leq 12$
	Зрілість	Неприбуткова позиція ДРП $R_{kpi} \leq 4$	Мінімально прибуткова ЧП $6 < R_{kpi} \leq 8$	Помірковано прибуткова РВК $8 < R_{kpi} \leq 10$	Прибуткова позиція РВК $10 < R_{kpi} \leq 12$	Прибуткова позиція РВК $10 < R_{kpi} \leq 12$
	Уповільнення зростання	Неприбуткова позиція ДРП $R_{kpi} \leq 4$	Неприбуткова позиція ДРП $R_{kpi} \leq 4$	Мінімально прибуткова ЧП $6 < R_{kpi} \leq 8$	Помірковано прибуткова РВК $8 < R_{kpi} \leq 10$	Прибуткова позиція РВК $10 < R_{kpi} \leq 12$
	Прискорення зростання	Неприбуткова позиція ДРП $R_{kpi} \leq 4$	Неприбуткова позиція ДРП $R_{kpi} \leq 4$	Мінімально прибуткова ЧП $6 < R_{kpi} \leq 8$	Імовірно прибуткова ЧП $5 < R_{kpi} \leq 6$	Прибуткова позиція РВК $10 < R_{kpi} \leq 12$
	Народження	Неприбуткова позиція ДРП $R_{kpi} \leq 4$	Неприбуткова позиція ДРП $R_{kpi} \leq 4$	Імовірно неприбуткова ДРП $4 < R_{kpi} \leq 5$	Імовірно неприбуткова ДРП $4 < R_{kpi} \leq 5$	Імовірно прибуткова ЧП $5 < R_{kpi} \leq 6$
Стратегія управління прибутком		Стратегія досягнення беззбитковості діяльності	Стратегія досягнення мінімального рівня рентабельності	Стратегія досягнення цільового прибутку	Стратегія збереження темпів росту прибутку	Стратегія збільшення темпів росту прибутку

Рис. 5.11. Матричне позиціювання акціонерних товариств

Зони та ключові показники прибутковості підприємств за квадрантами матриці прибутковості:  — зона збитку;  — зона мінімальної прибутковості;  — прибуткова зона; ДРП — дохід від реалізації продукції; ЧП — чистий прибуток; РВК — рентабельність власного капіталу

Для трьох інших акціонерних товариств — «Житлобуд-1», «Житлобуд-2» та «Київміськбуд» стан прибутковості характеризується поміркованою прибутковістю з ключовим показником — рентабельність власного капіталу. Відзначимо, що агрегований рейтинг цих підприємств ( $R_{kpi} = 6$ ) еталонного значення ( $8 < R_{kpi} \leq 10$ ), тобто існує розрив між необхідною та фактичною результативністю цих акціонерних товариств, що свідчить про резерви в забезпеченні довгострокової прибутковості. Для цієї позиції прибутковості передбачається стратегія цільового прибутку.

З урахуванням даних про результати роботи акціонерних товариств визначимо відповідність стану прибутковості фактичним фінансовим результатам акціонерним товариств у 2004-2008 роках.

АТ «Полтаватрансбуд» систематично отримувало чистий прибуток протягом періоду, що розглядається. Невисокі показники рентабельності реалізації за роками дозволяють робити висновки про відповідність визначеного стану прибутковості цього підприємства — мінімальна прибутковість.

АТ «Житлобуд-1» працювало прибутково протягом усіх років періоду, що розглядається, крім 2008 року. У цілому з урахуванням показників рентабельності власного капіталу можна робити висновок про відповідність визначеного стану прибутковості — помірковано прибуткова позиція з ключовим показником — рентабельність власного капіталу.

АТ «Житлобуд-2» отримувало прибуток у періоді, що розглядається (винятком є 2004 рік, коли підприємство зазнало збитків). З урахуванням високих показників рентабельності власного капіталу робимо висновок, що стан прибутковості відповідає помірковано прибутковій позиції.

Для АТ «Київміськбуд» протягом періоду, що розглядається, прибутковими були тільки 2007 та 2008 роки. Стан прибутковості — поміркована прибуткова позиція з ключовим показником — рентабельність власного капіталу — відповідає останнім рокам діяльності акціонерного

товариства.

З урахуванням реальних можливостей, тенденцій змін показників акціонерного товариства на момент дослідження визначено бажане значення за кожною інтегральною компонентою на перспективу та відповідність фактичних даних бажаним. Для цього побудовано матрицю преференцій інтегральних компонент, що наведена на рис. 5.12 та матрицю стратегічного розриву між преференціями та реальними показниками акціонерних товариств — об'єктів дослідження (рис. 5.13).

	A	B	C	D	E	F
110	<b>Преференції інтегральних компонент</b>					
111	<b>Компонента</b>	<b>ПолТБ</b>	<b>СБМ</b>	<b>ЖБ-1</b>	<b>ЖБ-2</b>	<b>КМБ</b>
112	e1	1,25	1,20	1,20	1,25	1,20
113	e2	1,10	1,10	1,05	1,05	1,10
114	e3	1,10	1,05	1,05	1,15	1,05
115	e4	1,20	1,10	1,20	1,10	1,20
116	e5	1,20	1,20	1,25	1,30	1,25
117	e6	0,90	0,90	1,20	1,10	1,20

Рис. 5.12. Матриця преференцій інтегральних компонент

	A	B	C	D	E	F
150	<b>Матриця стратегічного розриву між ІК та системою преференцій, 2008</b>					
151	<b>Компонента</b>	<b>ПолТБ</b>	<b>СБМ</b>	<b>ЖБ-1</b>	<b>ЖБ-2</b>	<b>КМБ</b>
152	e1	-0,04	-0,01	-0,11	0,05	0,01
153	e2	-0,11	0,05	0,94	-0,26	-0,18
154	e3	0,07	-0,40	-0,66	0,14	-0,20
155	e4	1,71	-0,33	0,88	-0,02	-0,26
156	e5	0,09	0,18	-0,10	-0,08	0,03
157	e6	-0,55	-0,10	-0,50	-0,44	-0,26

Рис. 5.13. Матриця стратегічного розриву між преференціями та реальними показниками акціонерних товариств за даними 2008 року

Виходячи зі значень стратегічного розриву в дослідженні зроблена оцінка відповідності інтегральних компонент системі преференцій. Оцінка

відповідності представлена за бінарною шкалою (0 або 1). Шкала якісного оцінювання показників наведена в табл. 5.14, результати розрахунків — табл. 5.15.

Таблиця 5.14

**Шкала якісного оцінювання показників**

Компонента	Допустиме відхилення, %
e1	0,10
e2	-0,10
e3	0,10
e4	0,10
e5	0,10
e6	0,10

Таблиця 5.15

**Оцінка відповідності інтегральних компонент системі преференцій, 2008 р.**

Компонента	ПолТБ	СБМ	ЖБ-1	ЖБ-2	КМБ
e1	1	1	1	1	1
e2	1	1	0	1	1
e3	1	0	0	1	0
e4	1	0	1	1	0
e5	1	1	1	1	1
e6	0	1	0	0	0
<b>Агрегований рейтинг:</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>3</b>

В останньому рядку табл. 5.15 маємо значення агрегованого рейтингу за кожним об'єктом дослідження

Таким чином, проведені розрахунки дозволяють зробити такі висновки (табл. 5.16).

Таблиця 5.16

**Результати апробаційних розрахунків щодо формування стратегічних ініціатив акціонерних товариств**

Інтегральні компоненти	Акціонерні товариства				
	1	2	3	4	5
Доходність діяльності ( $e_1$ )	1,20	1,19	1,09	1,30	1,21
Витратність діяльності ( $e_2$ )	0,99	1,15	1,99	0,79	0,92
Ділова активність ( $e_3$ )	1,17	0,65	0,39	1,29	0,85
Віддача необоротних активів ( $e_4$ )	2,91	0,77	2,08	1,08	0,94
Віддача трудових ресурсів ( $e_5$ )	1,29	1,38	1,15	1,22	1,28
Рівень фінансової стійкості ( $e_6$ )	0,35	0,8	0,7	0,66	0,94
Агрегований рейтинг роботи акціонерних товариств ( $R_{\max}=12$ )	7	4	4	8	6
Інтегральний показник конкурентної позиції ( $I_{\max}=6$ )	3	3	4	4	4
Конкурентна позиція	міцна	міцна	помітна	помітна	помітна
Прибуткова позиція	мінімальна	неприбуткова	поміркована	поміркована	поміркована
Стратегічний розрив	$e_6=-0,55$	$e_3=-0,40$ ; $e_4=-0,33$	$e_2=-0,94$ ; $e_3=-0,66$ ; $e_6=-0,50$	$e_6=-0,44$	$e_3=-0,20$ ; $e_4=-0,26$ ; $e_6=-0,26$
Еталонна стратегія	рух за лідером	рух за лідером	конкурентне суперництво	конкурент не суперництво	конкурент не суперництво
Стратегія управління прибутком	стратегія досягнення мінімального рівня рентабельності	стратегія досягнення беззбитковості діяльності	стратегія досягнення цільового прибутку	стратегія досягнення цільового прибутку	стратегія досягнення цільового прибутку

АТ «Полтаватрансбуд» необхідно приділити увагу ліквідації стратегічного розриву за компонентою еб, при цьому стратегічний розрив досяг значної величини (0,55). З урахуванням бажаних значень компонент підприємству рекомендовано еталонну стратегію: забезпечення довгострокової прибутковості — рух за лідером; стратегію управління прибутком — досягнення мінімального рівня рентабельності.

АТ «Спецбудмонтаж» необхідно ліквідувати стратегічний розрив за інтегральними компонентами е3, е4, які суттєво відрізняються від бажаних показників. Матриця преференцій показує, що стратегічні пріоритети акціонерного товариства пов'язані з еталонною стратегією — рух за лідером; стратегією управління прибутком — досягнення беззбитковості діяльності.

АТ «Житлобуд-1» має стратегічні розриви за компонентами е2, е3 та еб. Оптимальна еталонна стратегія для підприємства — конкурентне суперництво; стратегія управління прибутком — досягнення цільового прибутку.

АТ «Житлобуд-2» необхідно ліквідувати стратегічний розрив за компонентою еб. Рекомендована еталонна стратегія для цього акціонерного товариства — конкурентне суперництво; стратегія управління прибутком — досягнення цільового прибутку.

АТ «Київміськбуд» має стратегічні розриви за інтегральними компонентами е3, е4 та еб. Рекомендована еталонна стратегія — конкурентне суперництво; стратегія управління прибутком — досягнення цільового прибутку.

## **5.6. Удосконалення системи корпоративного управління для забезпечення стратегічного керівництва прибутком корпоративного підприємства як складової еталонних стратегій**

Система корпоративного управління має забезпечувати стратегічне управління корпоративним підприємством, ефективний нагляд за діяльністю правління з боку ради, а також відповідальність цієї ради перед акціонерами.

Рішення проблеми, на наш погляд, можливе за допомогою застосування, наведеної на рис. 5.14, схеми послідовності стратегічного формування прибутку в системі стратегічного управління фінансовими результатами господарської діяльності акціонерного товариства.

Особливістю наведеної методики є те, що у ній поєднуються три методичних підходи: модель стратегічного планування на основі «стратегічної прогалини», модель стратегічного планування на базі ринкових переваг та модель утворення і підтримки конкурентоспроможності. Відповідно до сучасної практики корпоративного управління ухвалення стратегії корпоративного управління належить до компетенції наглядової ради товариства. Наглядова рада акціонерного товариства є органом, що здійснює захист прав акціонерів товариства, і в межах компетенції, визначеної статутом та чинним законодавством, контролює та регулює діяльність виконавчого органу [21-23]. Метою діяльності наглядової ради є представництво інтересів та захист прав акціонерів, забезпечення ефективності їхніх інвестицій, сприяння реалізації статутних завдань товариства, розробка стратегії, спрямованої на підвищення прибутковості та конкурентоспроможності товариства, здійснення контролю за діяльністю правління товариства.

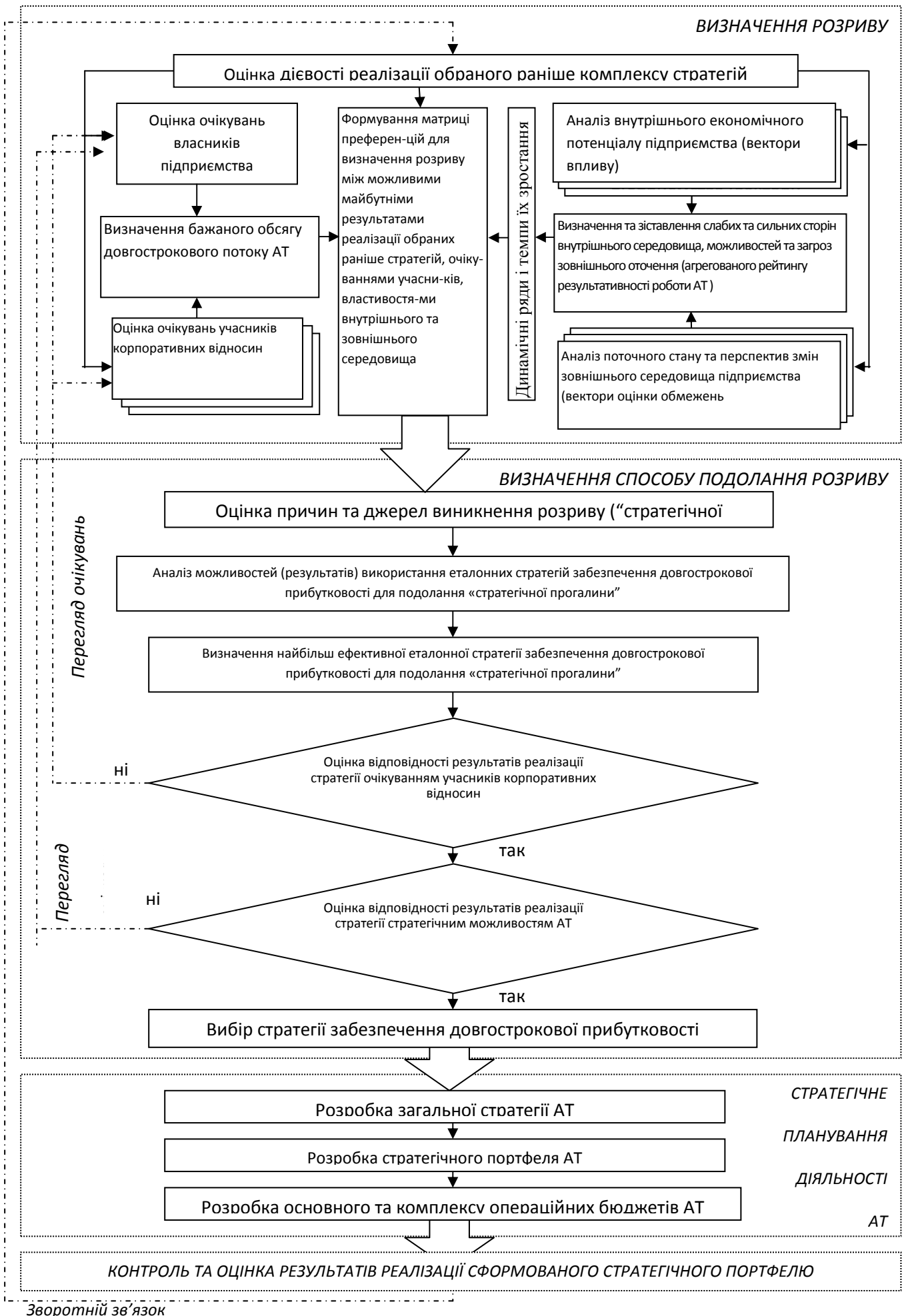


Рис. 5.14. Послідовність стратегічного формування прибутку акціонерного товариства на базі динамічної матричної моделі



За принципами корпоративного управління [31, 32] статут товариства повинен чітко визначати компетенцію наглядової ради, у тому числі перелік повноважень, які відносяться до виключної компетенції наглядової ради. До основних функцій наглядової ради належать: забезпечення реалізації та захисту прав акціонерів; ухвалення стратегії товариства, затвердження річного бюджету, бізнес-планів товариства та здійснення контролю за їх реалізацією; затвердження умов договорів, що укладаються з головою та членами виконавчого органу, установлення розміру їх винагороди та визначення форм контролю за діяльністю виконавчого органу; здійснення контролю за фінансово-господарською діяльністю товариства, у тому числі забезпечення підготовки повної та достовірної публічної інформації про товариство; здійснення контролю за запобіганням, виявленням та врегулюванням конфлікту інтересів посадових осіб органів товариства, у тому числі за використанням майна товариства в особистих інтересах та укладення угод з пов'язаними особами.

Проведений аналіз статутів корпоративних підприємств свідчить, що тільки одне підприємство у статуті до виключної компетенції наглядової ради поряд з іншими відносить розробку стратегії, спрямованої на підвищення прибутковості та конкурентоспроможності товариства. Інші корпоративні підприємства ігнорують рекомендації принципів корпоративного управління і не приділяють достатньої уваги розробці довгострокової стратегії управління прибутковістю.

Залежно від кількісного складу та функцій наглядової ради, у складі ради доцільно формувати комітети наглядової ради. Постійними комітетами можуть бути, наприклад, комітет стратегічного планування, комітет з питань фінансів та інвестицій, комітет з корпоративного управління. Комітети є консультативно-дорадчими органами, розглядають і готують рекомендації з профільних корпоративних питань, що належать до

компетенції наглядової ради. Комітети проводять регулярні засідання відповідно до плану робіт, який затверджують щороку.

Проведені дослідження свідчать, що у складі наглядових рад розглянутих акціонерних товариств не передбачено створення комітетів. Відсутність комітету стратегічного планування у складі наглядової ради не дозволяє акціонерним товариствам здійснювати цілеспрямовані заходи щодо розробки та реалізації стратегії довгострокового розвитку.

Таким чином, можна стверджувати, що в Україні наглядові ради не розглядаються як серйозний інструмент за допомогою якого власники контролюють компанію та здійснюють довгострокове стратегічне планування прибутку, що спрямоване на максимізацію добробуту акціонерів за рахунок зростання ринкової вартості акцій товариства, а також отримання акціонерами дивідендів. Крім того, робота у складі наглядових рад в Україні не розглядається як професійна діяльність. Залишаються поки що не розробленими загальновизнані стандарти діяльності наглядових рад, включаючи функції та повноваження постійних та тимчасових комітетів, їх структура, порядок залучення інших осіб до роботи комітету, оплата праці членам наглядової ради.

Разом з тим, тема створення у складі ради директорів ключових комітетів і членства в них директорів нині активно обговорюється на Заході. Після гучних банкрутств у корпоративному світі США і подальшого ухвалення закону Сарбейнса — Окслі ще активнішу роль у регулюванні питань корпоративного управління відіграють державні органи США, наприклад, Комісія з цінних паперів і бірж США (SEC), біржові фонди та інститути, такі як Нью-Йоркська фондова біржа (NYSE), NASDAQ тощо. Сформульовані ними «вимоги-рекомендації» зобов'язують компанії, чії акції знаходяться в обігу на фондових ринках США, формувати у складі ради директорів комітети з аудиту, призначень і компенсацій та

корпоративного управління. Також обов'язковим є членство в цих комітетах незалежних директорів.

Ураховуючи практику організації роботи наглядових рад вітчизняних акціонерних товариств та порівняння її із загальновизнаними у світі нормами корпоративного управління дозволили авторам розробити рекомендації щодо формування комітету зі стратегічного планування у складі наглядової ради акціонерних товариств.

1. Комітет зі стратегічного планування є консультативно-дорадчим органом у складі наглядової ради, що розглядає і готує рекомендації з формування і реалізації довгострокової стратегії діяльності акціонерного товариства, готує інформацію про мету і стратегію, яку товариство повинно регулярно розкривати. Відповідно до вимог принципів корпоративного управління товариство повинно розкривати свою мету та стратегію. Мета товариства може полягати як у досягненні певних фінансових показників діяльності, так і у розвитку нових напрямів діяльності товариства, розширення асортименту товарів та послуг, виходу на нові ринки тощо. Товариство повинно зазначати, коли воно планує досягти своєї мети. Крім комерційної мети, товариству доцільно розкривати свою кадрову політику, політику в соціальній сфері, у галузі охорони навколишнього середовища тощо. Така інформація може бути корисною для інвесторів та інших користувачів інформації з тим, щоб оцінити засоби, за допомогою яких товариство досягає своєї мети та реалізує стратегію.
2. Відповідно до вимог Закону України «Про акціонерні товариства» до складу наглядової ради в товариствах з кількістю акціонерів — власників простих акцій від 100 до 1000 осіб повинні входити не менше ніж п'ять осіб, з кількістю понад 1000 — не менше ніж сім осіб, а в товариствах з кількістю акціонерів — власників простих

акцій понад 10000 осіб — не менше ніж дев'ять осіб. Кількісний склад наглядової ради встановлюється загальними зборами. Кількісний склад комітету зі стратегічного управління — 2-3 особи з числа членів наглядової ради, серед яких варто залучати незалежних членів. Незалежним вважається член Спостережної ради, який не має будь-яких суттєвих ділових, родинних або інших зв'язків з товариством, членами Правління або акціонерами, що мають суттєву участь у товаристві, з пов'язаними особами товариства, значними контрагентами та який не перебуває з товариством в інших відносинах (крім членства в Спостережній раді), що можуть вплинути на незалежність його суджень та який має бездоганну ділову репутацію, вищу економічну або юридичну освіту, досвід роботи не менше 3 років. Критерії незалежності членів наглядової ради повинні бути визначені у внутрішніх документах товариства. Згідно з принципами корпоративного управління не може вважатись «незалежним» член наглядової ради, який:

- є на цей час чи був протягом останніх 3-х років головою чи членом виконавчого органу товариства, посадовою особою органів управління корпоративних підприємств холдингової компанії;

- є пов'язаною особою товариства чи осіб, які є сторонами за зобов'язаннями з товариством, сукупний обсяг яких протягом року перевищує 5 відсотків балансової вартості активів товариства станом на початок фінансового року;

- отримує від товариства будь-які доходи, за винятком доходів у вигляді винагороди за виконання функцій члена ради та доходів, що впливають з права власності на належні йому акції товариства;

- є власником більш ніж 5 відсотків акцій товариства (самостійно або разом з пов'язаними особами);

— є представником держави.

3. Член Спостережної ради для виконання своїх обов'язків повинен мати належну кваліфікацію, досвід та репутацію, включаючи:

— вищу освіту з фінансів /економіки/ юриспруденції;

— відповідний досвід роботи не менше 5-ти років у фінансовому секторі/банку (у тому числі на керівних посадах як керівник або заступник керівника не менше 3-х років);

— бездоганну репутацію;

— високий рівень комунікаційних та особистих якостей;

— достатньо часу для виконання функцій, покладених на нього.

4. Основними функціями комітетів є: делегування комітету функції щодо розробки стратегії розвитку та планів діяльності товариства, забезпечення здійснення контролю за її виконанням.

5. Оцінка діяльності комітетів ради як колективного органу повинна базуватись на об'єктивних та чітких критеріях, що включають результати діяльності товариства, досягнення довгострокових завдань, ефективність обраної стратегії тощо. Необхідно проводити моніторинг та оцінку діяльності кожного члена наглядової ради, визначати можливості підвищення професійного рівня членів ради та вживати необхідні для цього заходи. При оцінці діяльності членів наглядової ради доцільно керуватися такими критеріями: участь у засіданнях, рівень підготовки до засідань, неупередженість при прийнятті рішень.

## ВИСНОВКИ

Для сучасного корпоративного світу характерне посилення процесів інтеграції, результатом яких є цілий ланцюг об'єднань, злиття і поглинань компаній. У країнах з розвиненою корпоративною власністю холдингові компанії давно є фундаментальним інструментарієм, який використовується для консолідації власності міжнародних груп операційних компаній, корпоративного управління, а також для впровадження інвестиційних проектів та оптимізації податкового планування. Крім того, холдингова компанія є суттєвим захистом від рейдерських атак, оскільки перерозподіл активів корпоративних підприємств дозволяє бути маневреними та оперативними в складних корпоративних взаєминах.

Холдингова компанія як єдина система, що виконує кілька функцій (володіння корпоративними частками, стратегічне, фінансове та організаційне управління), оптимально розподіляє ресурси між бізнесами і компаніями, знаходить додаткові системні (синергетичні) та комбінаторні ефекти.

Для реалізації основних функцій планування, організації та керування групою компаній велику роль відіграють зв'язки як між елементами системи, що сприяють її інтеграції в єдине ціле, так і між елементами системи і навколишнім середовищем, що забезпечують їхню взаємодію. Для здійснення зв'язку використовуються потоки інформації, фінансів, матеріалів, знання параметрів яких є основою для прийняття управлінських рішень (стратегічних і оперативних) менеджментом холдингової компанії.

Холдингові компанії використовуються як інструментарій, необхідний для консолідації фінансових потоків.

Холдингова компанія володіє контрольним пакетом акцій дочірніх підприємств і спеціалізується на управлінні корпоративних підприємств.

Корпоративна система холдингу орієнтована на вертикальну інтеграцію для підтримки процесів управління верхнього рівня, таких, наприклад, як стратегічне планування, управління інвестиціями фінансами і ризиками, а також має охоплювати діяльність корпоративних підприємств, з погляду управління матеріальними ресурсами і витратами, що сприяє проведенню єдиної виробничої та збутової політики.

Холдингові компанії є ефективним інструментом управління активами підприємства у багатьох європейських країнах, чинне законодавство, на відміну від вітчизняного, передбачає податкові пільгові режими для холдингових компаній. Це у свою чергу дозволяє їх використовувати як ефективний інструмент розподілу грошових потоків і сприяти зниженню податкового тягаря.

Ефективне управління групою компаній вимагає створення злагодженої системи керуючих органів, раціонального розподілу повноважень при прийнятті рішень органами управління корпоративних підприємств, а також дотримання високого рівня корпоративного управління.

Застосування стратегічних карт цілей, які побудовані на основі BSC, дозволяє визначити пріоритетні шляхи розвитку корпоративних підприємств та холдингової компанії і комплексно врахувати результативність корпоративних підприємств за складовими BSC. Практичне застосування радарів при визначенні інтегрального показника портфельної привабливості корпоративного підприємства, дозволяє проаналізувати діяльність цих підприємств з метою обґрунтування стратегій їх розвитку.

Представлений організаційно-економічний механізм корпоративного управління холдинговими компаніями з використанням BSC дозволяє врахувати комбінаторні переваги холдингових компаній на основі позиціонування корпоративних підприємств холдингової компанії на

матрицях за складовими BSC. При побудові вище вказаного механізму важлива роль приділена корпоративному центру за моделлю аутсорсингу фінансового менеджменту, основними функціями якого є стратегічне управління портфелем корпоративних підприємств на базі розрахунку інтегрального критерію портфельної привабливості корпоративного підприємства, багатоваріантної імітації та визначення потенціалу портфельної привабливості корпоративних підприємств кожного кластеру за збалансованою системою показників для отримання комбінаторних переваг.

Стратегічне управління прибутком корпоративних підприємств базується на динамічній матричній моделі, що формалізовано описує порядок зміни аналітичних показників, які характеризують динаміку впливу сукупності факторів на прибутковість у процесі розвитку корпоративного підприємства. Інтерпретація отриманих результатів дозволила визначити вплив результуючих компонент на прибутковість акціонерного товариства. Установлено вплив ключових індикаторів результативності на показники прибутковості акціонерного товариства.

Практичне застосування розроблених алгоритмів дозволило запропонувати організаційно-методичну схему стратегічного формування прибутку акціонерними товариствами, яка складається з послідовності етапів підпорядкованих між собою складових та базується на використанні динамічної матричної моделі.

У результаті проведення дослідження обґрунтовано необхідність підвищення ефективності корпоративного управління акціонерних товариств будівельного комплексу шляхом формування комітету зі стратегічного планування, головним завданням якого є розробка комплексу стратегій, орієнтованих на максимізацію прибутку з метою досягнення довгострокових цілей будівельних акціонерних товариств.



Сучасні будівельні корпоративні інтегровані структури мають спрямовувати свою діяльність на пошуки джерел доданої корпоративної вартості до яких можна віднести:

- формування загальних корпоративних цінностей і стандартів, що сприятимуть підвищенню якості корпоративного управління і результативності діяльності корпоративних підприємств;
- забезпечення кар'єрних можливостей, що надасть можливість залучати і утримувати найкращих спеціалістів;
- створення інтелектуальної бази для корпоративних підприємств, обмін інформацією про будівельні технології та ринки будівельних матеріалів;
- забезпечення взаєморозвитку різних сфер діяльності корпоративних підприємств на базі створення комплексної моделі управління його вартістю та децентралізація і переміщення повноважень, відповідальності й контролю на менеджерів середньої ланки;
- використання командних стимулів у процесі оцінювання результатів праці виконавчого органу та наглядової ради корпоративних підприємств;
- установа зон найефективнішого управлінського впливу шляхом розшифрування властивостей бізнес-процесів корпоративних підприємств;
- реструктуризація, реінжиніринг бізнес-процесів створення відносин кооперації, співробітництва, що дозволить більш сфокусовано здобути максимум корисності від ресурсів корпоративного центру інтегрованої структури.

Досягнення синергії та збільшення вартості можливі за умов оптимізації видів бізнес-діяльності, раціональної комбінації організаційних складових корпоративної системи.

Пошук синергічних резервів (зовнішніх і внутрішніх) має стати головним орієнтиром менеджменту корпоративних структур. Підвищення

ефективності корпоративного управління вимагає розвитку вторинного ринку цінних паперів, удосконалення правової бази, підвищення рівня компетентності і ділової культури всіх учасників корпоративних відносин. Саме компроміс інтересів основних суб'єктів акціонерних відносин повинен стати важливим критерієм удосконалення системи корпоративного управління, організаційно-економічного механізму діяльності акціонерних товариств, підвищення ефективності їх роботи.

Таким чином, найбільш перспективними та результативними є інтегральні підходи до оцінки ефективності корпоративного управління, що припускають синтезування фінансових індикаторів вартості корпоративних підприємств і якісних характеристик корпоративного управління в комплексні конструкції. Саме така багатофункціональна методика оцінки ефективності корпоративного управління інтегрованої корпоративної структури дозволяє оцінити сильні та слабкі сторони обраної корпоративної стратегії, визначити потенціал синергії та отримати комбінаторні переваги.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Ленин В.И. Империализм как высшая стадия капитализма. Полн. собр. соч. 5-е изд. / Владимир Ильич Ленин.- М.: Политиздат. - Т. 27. 1977. – С. 425.
2. Винслав Ю. Становление холдинговых компаний: Правовое и организационное обеспечение/ Ю.Винслав // Рос. экон. журн. - 2000. - N 5-6. - С.57-68.
3. Данников В.В. Холдинги в нефтегазовом бизнесе: Стратегия и управление. / В.В. Данников. – М.:Элвойс-М. – 2004. – 464с.
4. Уманців Г.В. Холдингові компанії та промислово-фінансові групи у сучасній економіці: Моногр. / Г.В. Уманців. — К.: Альтерпрес: Віра-р, 2002. — 430 с.
5. Шиткина И. С. Холдинги: правовое регулирование и корпоративное управление: научн.-практ. издание./ Ирина Сергеевна Шиткина. – М.: Волтерс Клувер, 2006. -648 с.
6. Лашкевич М.Э. Теоретические аспекты становления и развития холдинговых компаний в хозяйственной системе России : дис. ... канд. экон. наук : 08.00.01 / Максим Эдуардович Лашкевич СПб. - 2007. - 144 с.
7. Хучек М. Холдинговые компании в Польше /М. Хучек // Вопр. экономики. - 1995. - № 8. - С.159-160.
8. Ким А. Европейский холдинг для российского бизнеса /А. Ким // Финансы. - 2003. - N 40. - С.40-43.
9. Храброва И.А. Корпоративное управление: вопросы интеграции. Аффилированные лица, организационное проектирование, интеграционная динамика: / И.А. Храброва -М.: Издательский Дом «Альпина». - 2000. – 194 с.

10. Лукач І.В. Правове становище холдингових компаній: монографія / І.В. Лукач. — К.: Юрінком Інтер, 2008. — 240 с.
11. Молотников А.Е. Холдинги: причины создания, способы образования, схемы управления. / А.Е. Молотников. - Акционерное общество. - № 2. — 2003. [Електронний ресурс - режим доступу <http://www.lin.ru>]
12. Кадничанський М.В. Дослідження механізмів створення інтегрованих корпоративних структур / М.В. Кадничанський. // Соціально-економічні реформи в контексті інтеграційного вибору України: зб. наук. праць за матеріалами IV міжнародної науково-практичної конференції (15-16 березня 2007). — Том 4. — Дніпропетровськ: ПДАБА, 2007. — С.28-31.
13. Майєр К. Корпоративне управління в ринкових та перехідних економіках // У пошуках кращого директора: Корпоративне управління в ринкових та перехідних економіках : Пер. з англ./ Наук. ред. С.Синиця. — К.: Основи, 1996. — С. 25-27.
14. Кадничанський М.В. Форми об'єднань підприємств: міжнародний досвід та українські реалії / М.В. Кадничанський // Тезиси докладов XXXIV научно-технической конференции преподавателей, аспирантов и сотрудников Харьковской государственной академии городского хозяйства (12-14 мая 2008 р.). - Х.: ХНАМГ, 2008. — С.146-149.
15. Економіка, організація діяльності об'єднань підприємств: навч. посіб. /Л.М. Гаєвська, О.І. Марченко; Держ. податк. адмін. України, Нац. ун-т держ. податк. служби України. — Ірпінь, 2008. — 103 с.
16. Офіційний веб-сайт Антимонопольного комітету України [режим доступу: <http://www.amc.gov.ua/amc/control/uk/index>]

- 17.Акопов В.С. Некоторые вопросы управления организациями типа "холдинг" / В.С. Акопов, Д.А. Борисов // Менеджмент в России и за рубежом, № 6. - 2000. [Электронный ресурс] - Режим доступа - <http://www.lin.ru/db/emitent/D4B0E0CF1FEF6A0EC3256CCE0053EDCE/bib.html>.
- 18.Аналіз нормативно-правового забезпечення в системі управління діяльністю холдингової компанії / С.Я. Павлик // Вісн. Нац. ун-ту "Львів. політехніка". Менедж. та підприємництво в Україні: етапи становлення і пробл. розв. — 2007. — N 576. — С. 215-220.
- 19.Портной К. Правовое положение холдингов в России. / К. Портной – М.: Волтерс Клувер, 2004. – 278с.
20. Сучасний стан та перспективи правового регулювання корпоративних відносин: порівняльно-правовий аналіз права ЄС, Великобританії та України: Автореф. дис... д-ра юрид. наук: 12.00.04 / О.Р. Кібенко; Нац. юрид. акад. України ім. Я.Мудрого. — Х., 2006. — 40 с.
- 21.Закон України «Про холдингові компанії в Україні» (від 15.03.2006 № 3528-IV). - Відомості Верховної Ради України (ВВР), 2006, N 34, ст.291.
- 22.Цивільний кодекс України від 16.01.2003р. № 435-IV. - Харків: ТОВ «Одисей», 2003. – 408 с.
23. Притика Д. М. Господарський процесуальний кодекс України: Науково-практичний коментар. / Д.М. Притика. — Харків: Консум, 2002. - 320 с.
24. Горбунов А. Дочерние компании, филиалы, холдинги. / А. Горбунов. - М.: Анкил, 2000. – 156 с.

- 25.Гончаров В.В. В поисках совершенства управления: Руководство для высшего управленческого персонала./ В.В. Гончаров. – М.: МНИПУ, 1996 г. Т.1. -750 с. и Т.2. -719 с.
- 26.Молочников Н. Холдинг как одна из форм предпринимательских образований и его виды / Н. Молочников // Бизнес. - 1994. - N 1. - С.12-13.
- 27.Акционерные общества и товарищества с ограниченной ответственностью: Сборник зарубежного законодательства / Составил отв. ред. и вступ. Статья Туманов В.А. – М.: Бек, 1995 г. – 291 с.
- 28.Линг Р.П. Практическое руководство по созданию, организации и деятельности совместных предприятий и корпоративных союзов. / Р.П. Линг, Дж. Вили - М.: СП Крокус Интернэшнл, 1992.-406 с.
- 29.Тимофеев Ю.Е. Організаційні структури корпоративних холдингових груп у житловому будівництві в сучасних умовах: Автореф. дис... канд. техн. наук: 05.23.08 /; Київ. нац. ун-т буд-ва і архіт. — К., 2005. — 20 с.
- 30.Якутин Ю.В. Интегрированные корпоративные структуры: развитие и эффективность. / Ю.В. Якутин. - М.: ЗАО Издательский дом "Экономическая газета", 1999. - 368с.
- 31.Рішення Державної Комісії з цінних паперів та фондового ринку «Про затвердження Принципів корпоративного управління» від 11.12.2003р. - № 571.
32. Принципи корпоративного управління // Українська інвестиційна газета від 27 січня 2004 р. — С.3.
- 33.Момот Т.В. Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження. Монографія / Тетяна Валеріївна Момот. – Харків: ХНАМГ, 2006. – 380 с.

- 34.Момот Т.В. Про методи оцінки якості корпоративного управління / Т.В. Момот, М.В. Кадничанский // Економіка України - 2007. - № 7 (548) -С.41-56.
- 35.Дубовицкая Е. Система корпоративного управления в холдингах. // Корпоративное управление и инновационное развитие экономики Севера. // Вестник Научно-исследовательского центра корпоративного права, управления и венчурного инвестирования Сыктывкарского государственного университета — [Электронный ресурс – режим доступа: <http://koet.syktu.ru/vestnik/2005/2005-3/11.htm>]
36. Усачев А.Н. Корпоративное управление в нефтяных холдингах северного региона // А.Н.Усачев, А.В. Серяков. – [Электронный ресурс – режим доступа: <http://koet.syktu.ru/vestnik/2005/2005-4/22.htm>]
- 37.Мармазова С.И. Гражданско-правовые проблемы управления холдингом. / С.И. Мармазова. – М., 2006. – 170 с.
- 38.Каплан Р.С. Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию. 2-е изд., испр. и доп. / Р.С. Каплан, Д.П. Нортон - М.: Олимп-Бизнес, 2005. -320 с.
- 39.Kaplan R.S., Norton D.P. The Balanced Scorecard - Measures then drive Performance // Harvard Business Review. - 1992. - Vol.70. - № 1. - P. 71-79.
40. Кадничанський М.В. Особливості становлення будівельних інтегрованих корпоративних структур в Україні / М.В. Кадничанський. // Економіка строительной отрасли на пути ее интеграции к синергетическим системам: Материалы международной научно-практической конференции. - Харьков: ХНАМГ, 2006. - С.57-59.

41. Кадничанський М.В. Стратегічне управління корпоративними структурами в форматі збалансованої системи показників / М.В. Кадничанський, О.О. Свіщ // Теорія і практика сучасної економіки: матеріали X міжнародної науково-практичної конференції; 14-16 жовтня 2009 року у 2 т. Том 2. – Чернігів: ЧДТУ. – 2009. – 145-147.
42. Ансофф И. Стратегическое управление. / Игорь Ансофф. – М.: Экономика. – 1989. – 519 с.
43. Пивоваров И.С. Стратегический менеджмент холдинга./ И.С. Пивоваров - СПб., 1994. - 172с.
44. Корпоративне управління в акціонерних товариствах: Моногр. / В.І. Павлов, О.А. Мишко; Спілка економістів України, Ін-т регіон. дослідж. НАН України, Нац. ун-т вод. госп-ва та природокористування, Терноп. держ. екон. ун-т. — Рівне: НУВГП; Луцьк: Надстир'я, 2006. — 180 с.
45. Корпоративное управление и корпоративный контроль. / Под ред. Губина Е.П. - М.: Знание. – 1998. – 275 с.
46. Поважний О.С. Корпоративне управління [Текст] : навч. посіб. / О.С. Поважний ; Донецьк. держ. ун-т упр. - Д. : Норд-Прес, 2005. - 337 с.
47. Євдокімов Ф.І. Проблеми оцінки ефективності інтеграції промислових підприємств / Ф.І. Євдокімов, Н.В. Розумна.// Економіка промисловості. - 2007. - №1. - С 139 - 145.
48. Назарова Г. В. Організаційні структури управління корпораціями. Наукове видання. / Галина Василівна Назарова. - Харків: Вид. ХДЄУ, 2004. – 408с.
49. Азроянц Э.Н. Холдинговые компании: особенности, опыт, проблемы, перспективы. Кн.1./ Э.Н.Азроянц, Б.А. Ерзкян - М., 1992. - 90 с.



50. Горбунов А.Р. Холдинговые предприятия и дочерние фирмы. / А. Горбунов. - М. : Анкил. - 1994. - 82 с.
51. Мамонов К.А. Стратегія і тактика формування і використання економічного потенціалу інтегрованих корпоративних структур будівельної галузі / К.А. Мамонов // Матеріали міжнародної науково-практичної конференції «Стратегічні напрямки підвищення економічної ефективності реалізації інвестиційних будівельних проектів в умовах трансформації економіки України до ринкових відносин». - Харків: ХНАМГ, 2008. С. 63-65.
52. Скаженик Ю.Б. Эффективность объединения предприятий у паливно-енергетическому комплексі: автореф. дис. к-та экон. наук: 08.06.01 / Ю.Б. Скаженик. - Інститут економіки промисловості НАН України - Донецьк, 2006. - 22с.
53. Берталанфи Л. фон. Общая теория систем: критический обзор / Пер. с англ. // В сб.: Исследования по общей теории систем; Пол общ. ред. Садовского В.Н., Юдина Э.Г. М.: Прогресс, 1969. - 520с. - с. 23-82.
54. Холя А.Д. Определение понятия системы / Пер. с англ. / А.Д. Холя, Р.Е. Фейджин // В сб.: Исследования по общей теории систем / Под общ. ред. В.Н. Садовского, Э.Г. Юдина. М.: Прогресс, 1969. 520 с. - с. 252-282.
55. Цвиркун А.Д. Основы синтеза структуры сложных систем. /А.Д. Цвиркун. - М.: Наука.- 1982. - 200 с.
56. Эшби Р.У. Общая теория систем как научная дисциплина / Пер. с англ., с. 125-142 / Р.У. Эшби // В сб.: Исследования по общей теории систем, Под общ. ред. В.Н. Садовского, Э.Г. Юдина. - М.: Прогресс. - 1969. - 520 с.
57. Сидоренко В.Н. Системная динамика. / В.Н. Сидоренко. - М.: Экономический факультет. - МГУ, ТЕИС. - 1998. - 205с.

- 58.Емельянов С.В. Системы, целенаправленность, рефлексия / С.В.Емельянов, Э.Л. Наппельбаум // В сб.: Системные исследования- Методологические проблемы / Гл. ред. Д.М. Гвишиани. - М.: Наука, 1981. 384 с. - с. 7-38.
- 59.Кадничанський М.В. Організаційно-економічний механізм формування та функціонування холдингових компаній в будівництві / М.В. Кадничанський // Актуальні проблеми і перспективи розвитку економіки України: зб. наук. праць за матеріалами VII міжнародної науково-практичної конференції (26-28 вересня 2008). – Сімферополь, 2008. – С. 71-72.
- 60.Itami H. Mobilizing invisible assets / Hiroyuki Itami, Thomas W. Roehl. – Cambridge: Harvard University Press. - 1991. – 200p.
- 61.Ансофф И. Новая корпоративная стратегия / Игорь Ансофф .Пер. с англ. под ред. Каптуревского Ю.Н. – СПб: Издательство "Питер", 1999. – 416 с.
- 62.Barney Jay B. Types of Competition and the Theory of Strategy: Toward an Integrative Framework. / Jay B. Barney - Academy of Management Review. – 1986. – Vol. 11. - № 4. – p. 791-800.
- 63.Пономаренко В. С. Стратегічне управління / Пономаренко В. С. — Харків: Основа, 1999. — 632 с.
- 64.Дафт Р. Л. Менеджмент / Дафт Р. Л. — СПб.: Питер, 2001. — 832 с.
- 65.Акофф Р. Планирование будущего корпорации / Рассел Акофф. — М.: Прогресс, 1985. — 328 с.
- 66.Виханский О. С. Стратегическое управление / Виханский О. С. — М.: Изд. МГУ, 1995. — 360 с.
- 67.Суторміна В. М. Фінанси зарубіжних корпорацій / Суторміна В.М. та ін. — К.: Либідь, 1993. — С. 247.

- 68.Федорович Р. В. Економічна природа прибутку і його роль в умовах ринкової економіки / Федорович Р. В., Олексійв М. // Наука й економіка. — 2007. — № 1(5). — с.54-59
- 69.Шершньова З. Є. Стратегічне управління: Навч. посібник / Шершньова З. Є., Оборська С. В. — К.: КНЕУ, 1999. — 384 с.
- 70.Ковалев В. В. Финансовый анализ / Ковалев В. В. — М.: Финансы и статистика. — 1996. — 432 с.
- 71.Липсиц И. В. Инвестиционный проект: методы подготовки и анализа. / Липсиц И. В., Коссов В. В. — М.: Бек, 1996. — 304 с.
- 72.William F. Sharpe. Investments. — US, 1985.
- 73.Теплова Т. В. Финансовый менеджмент: управление капиталом и инвестициями: учебник для вузов / Теплова Т. В. — М.: ГУ ВШЭ, 2000. — С. 504.
- 74.Гриньова В. М. Проблеми розвитку інвестиційної діяльності / Гриньова В. М., Коюда В. О., Лепейко Т. І., Корда О. П. — Харків: ХДЕУ, 2002. — 464 с.
- 75.Гриньова В. М. Фінанси підприємств / Гриньова В. М., Коюда В. О., Лепейко Т. І. — Харків: ХДЕУ, 2001. — 169 с.
- 76.Швандар В. А. Управление инвестиционными проектами: Учеб. пособие для вузов / Швандар В. А., Базилевич А. И. — М: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. — С. 208.
- 77.Савчук В. П. Анализ и разработка инвестиционных проектов. Учебное пособие / Савчук В. П., Прилипко С. И., Величко Е. Г. — К.: Абсолют-В, Эльга, 1999.— С. 304.
- 78.Модильяни Ф. Сколько стоит фирма? Теорема ММ / Модильяни Ф., Миллер М. М.:ДЕЛО, 1999. — С. 272.
- 79.Забелин П. В. Основы корпоративного управления концернами / Забелин П. В. — М.: Издательство «ПРИОР». — 1998. — С. 176.

- 80.Евенко Л. И. Организационные структуры управления промышленными корпорациями США / Евенко Л. И. — М.: Наука, 1983. — 349 с.
- 81.Котц Д. М. Банковский контроль над крупными корпорациями в США / Котц Д. М. — М.: Прогресс. — 1982. — С. 281.
- 82.Пономаренко В. С. Стратегічне управління / Пономаренко В. С. — Харків: Основа, 1999. — 632 с.
- 83.Круглов М. И. Стратегическое управление компанией / Круглов М. И. — М.: Русская деловая литература, 1998. — 768 с.
- 84.Момот Т.В. Сучасні підходи до формування корпоративної стратегії будівельних підприємств / Т.В. Момот, М.В. Кадничанский, В.Г. Стогній // Коммунальное хозяйство городов: Научн.-техн. сб. Вып. 62. - К.: Техніка, 2005.-С.93-98.

Момот Т. В.

**ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНИЙ ОРГАНІЗАЦІЙНО-  
ЕКОНОМІЧНИЙ МЕХАНІЗМ КОРПОРАТИВНОГО  
УПРАВЛІННЯ ХОЛДІНГОВИМИ КОМПАНІЯМИ:  
СТРАТЕГІЯ ОТРИМАННЯ КОМБІНАТОРНИХ ПЕРЕВАГ**

*Монографія*

Видавничий будинок «Фактор»,  
вул. Сумська, 106а, Харків, 61002.  
Тел.: (057) 714-37-28, 714-37-29.

Свідоцтво про внесення суб'єкта видавничої  
справи до Державного реєстру видавців, виготівників  
і розповсюджувачів видавничої продукції  
від 14.09.2001 р., серія ДК № 597.